



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

JOÃO EDUARDO RIBEIRO

**PROPOSTA DE UM ÍNDICE DE GOVERNANÇA CORPORATIVA PARA O
MERCADO ACIONÁRIO BRASILEIRO E SUA ANÁLISE FRENTE AO
DESEMPENHO FINANCEIRO E À DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS**

BELO HORIZONTE

2023

JOÃO EDUARDO RIBEIRO

**PROPOSTA DE UM ÍNDICE DE GOVERNANÇA CORPORATIVA PARA O
MERCADO ACIONÁRIO BRASILEIRO E SUA ANÁLISE FRENTE AO
DESEMPENHO FINANCEIRO E À DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS**

Tese apresentada ao Centro de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração da Universidade Federal de Minas Gerais, como requisito parcial para a obtenção do título de Doutor em Administração.

Linha de Pesquisa: Finanças

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

BELO HORIZONTE

2023

Ficha catalográfica

R484p
2023
Ribeiro, João Eduardo.
Proposta de um índice de governança corporativa para o mercado acionário brasileiro e sua análise frente ao desempenho financeiro e à distribuição de dividendos [manuscrito] / João Eduardo Ribeiro. – 2023.
219 f.: il. e tabs.

Orientador: Antônio Artur de Souza.
Tese (Doutorado) – Universidade Federal de Minas Gerais, Centro de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração.
Inclui bibliografia (f. 193-217) e apêndices.

1. Governança corporativa – Brasil – Tese. 2. Política econômica – Teses. 3. Indicadores econômicos – Teses. 4. Administração – Teses. I. Souza, Antônio Artur de. II. Universidade Federal de Minas Gerais. Centro de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração. III. Título.

CDD: 658

Elaborado por Leonardo Vasconcelos Renault CRB-6/2211
Biblioteca da FACE/UFMG – LVR/101/2023



UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
CENTRO DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISAS EM ADMINISTRAÇÃO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO
ATA DE DEFESA DE TESE

ATA DA DEFESA DE TESE DE DOUTORADO EM ADMINISTRAÇÃO do Senhor **JOÃO EDUARDO RIBEIRO**, REGISTRO Nº 314/2023. No dia 31 de julho de 2023, às 9:00 horas, reuniu-se remotamente, por videoconferência, a Comissão Examinadora de Tese, indicada pelo Colegiado do Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Administração do CEPEAD, em 03 de julho de 2023, para julgar o trabalho final intitulado "**Proposta de um índice de governança corporativa para mercado acionário brasileiro e sua análise frente ao desempenho financeiro e à distribuição de dividendos**", requisito para a obtenção do **Grau de Doutor em Administração**, linha de pesquisa: **Finanças**. Abrindo a sessão, o Senhor Presidente da Comissão, Prof. Dr. Antônio Artur de Souza, após dar conhecimento aos presentes o teor das Normas Regulamentares do Trabalho Final, passou a palavra ao candidato para apresentação de seu trabalho. Seguiu-se a arguição pelos examinadores com a respectiva defesa do candidato. Logo após, a Comissão se reuniu sem a presença do candidato e do público, para julgamento e expedição do seguinte resultado final:

APROVAÇÃO

REPROVAÇÃO

O resultado final foi comunicado publicamente ao candidato pelo Senhor Presidente da Comissão. Nada mais havendo a tratar, o Senhor Presidente encerrou a reunião e lavrou a presente ATA, que será assinada por todos os membros participantes da Comissão Examinadora. Belo Horizonte, 31 de julho de 2023.

Prof. Dr. Antônio Artur de Souza
ORIENTADOR - CEPEAD/UFMG

Prof. Dr. Ewerton Alex Avelar
CEPCON/UFMG

Prof. Dr. Frank Magalhães de Pinho
CAD/UFMG

Prof. Dr. Lélis Pedro de Andrade
PPGA/IFMG

Profª. Drª. Livia Maria de Pádua Ribeiro
DCSA/CEFET-MG

Profª. Drª. Simone Leticia Raimundini Sanches
DCC/UEM



Documento assinado eletronicamente por **Frank Magalhaes de Pinho, Subcoordenador(a)**, em 31/07/2023, às 12:29, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 5º do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).



Documento assinado eletronicamente por **Ewerton Alex Avelar, Professor do Magistério Superior**, em 31/07/2023, às 12:30, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 5º do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).



Documento assinado eletronicamente por **Antonio Artur de Souza, Professor do Magistério Superior**, em 31/07/2023, às 12:30, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 5º do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).



Documento assinado eletronicamente por **Simone Leticia Raimundini Sanches, Usuário Externo**, em 31/07/2023, às 12:31, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 5º do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).



Documento assinado eletronicamente por **Livia Maria de Pádua Ribeiro, Usuário Externo**, em 31/07/2023, às 12:31, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 5º do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).



Documento assinado eletronicamente por **Lelis Pedro de Andrade, Usuário Externo**, em 31/07/2023, às 17:45, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 5º do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site https://sei.ufmg.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0, informando o código verificador **2469592** e o código CRC **B51BAE31**.

À memória de meu avô, José do Carmo Filho, pelo exemplo de vida, e aos meus pais, que tanto me ensinaram, e ainda continuam a fazê-lo.

AGRADECIMENTOS

Agradeço aos meus pais, José Celso e Aparecida, pelo apoio, amor, dedicação e paciência; por serem um exemplo de integridade e honestidade e, principalmente, por toda a saudade que minha ausência causou durante todos esses anos.

Ao meu marido, Igor Vinicius, pelo amor, carinho e dedicação, e por estar sempre ao meu lado nas horas mais difíceis.

Aos meus irmãos, Geraldo, José Celso Jr., Denise e Bruna, que sempre estiveram presentes em minha vida.

Aos meus avós, José Fernandes, Nezita, Dona Fia e José do Carmo (*in memoriam*); aos meus tios e tias, em especial à minha tia Maria de Lourdes, pelo amor e carinho.

Aos meus amigos Wagner, Hugo, Gean, Baeta, Cláudia, Gabriel, Christiane, Camila e Amat, por toda a amizade, carinho, consideração, conselhos e trocas de ideias.

Ao Prof. Dr. Antônio Artur de Souza, que me orientou durante esses anos de trabalho, por todo ensinamento, confiança e dedicação.

A todos os professores do Cepead, que contribuíram muito para a realização deste trabalho e para a minha formação. Agradeço também aos servidores, especialmente à Érika, Marina e Vera, que sempre se mostraram solícitas em me ajudar.

Aos membros da banca, professores Dr. Ewerton Alex Avelar, Dr. Frank Magalhães de Pinho, Dr. Lélis Pedro de Andrade, Dra. Livia Maria de Pádua Ribeiro e Dra. Simone Leticia Raimundini Sanches, por aceitarem o convite de participarem e contribuírem com minha banca de defesa.

À UFMG, pelo apoio financeiro, pela estrutura oferecida, pelos excelentes profissionais e pela oportunidade de fazer pós-graduação em uma das melhores instituições do país. À Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior (Capes), por financiar esses anos de estudo.

Enfim, a todos que fizeram parte dessa caminhada e que contribuíram de alguma forma para que eu chegasse até aqui e concluísse este trabalho.

*O correr da vida embrulha tudo.
A vida é assim: esquenta e esfria, aperta e daí afrouxa, sossega e depois desinquieta.*

O que ela quer da gente é coragem.

(Guimarães Rosa – Grande Sertão: Veredas)

RESUMO

O objetivo principal deste trabalho foi propor um índice, amparado nos mecanismos de governança corporativa para o mercado acionário brasileiro, e, a partir dele, analisar a relação entre a qualidade da governança, o desempenho financeiro, o desempenho de mercado, a estrutura de capital e a distribuição de dividendos das empresas brasileiras com ações negociadas pela Brasil Bolsa Balcão (B3), entre os anos de 2010 e 2020. Dessa maneira, esta tese é composta por seis artigos inter-relacionados, em que cada artigo procura cumprir um objetivo específico, assim estabelecido: (i) no primeiro artigo apresenta-se uma síntese dos estudos brasileiros sobre governança nos últimos 20 anos. Por meio desse estudo, foram identificados os principais indicadores de governança utilizados em pesquisas brasileiras. (ii) No segundo artigo foi proposto um novo índice de governança, baseado nas evidências apresentadas nos estudos recentes sobre o tema e analisa-se a relação entre a qualidade da governança e o desempenho de mercado. (iii) No terceiro artigo analisa-se a relação entre a governança e a performance financeira. (iv) No quarto artigo estuda-se a associação entre a qualidade da governança e a distribuição de dividendos. (v) No quinto artigo demonstra-se a associação entre a governança e a estrutura de capital e, por fim; (vi) no sexto artigo, por meio de testes de médias e variâncias, analisa-se se empresas com qualidade superior de governança corporativa apresentam desempenho das ações superior ao das empresas com qualidade de governança inferior. O índice de governança criado evidenciou uma relação positiva entre a governança corporativa e o valor de mercado e, as empresas com melhor qualidade de governança apresentaram ROE, ROA LAJIDA superiores aos das demais. Foi observada também relação negativa entre a governança corporativa e a distribuição de dividendos e constatou-se que a governança corporativa não parece influenciar a estrutura de capital das empresas brasileiras. Em suma, o índice de governança criado neste trabalho se revelou como importante instrumento de avaliação financeira, mostrando ser uma ferramenta prática e importante para os acionistas e gestores das empresas que demandam capital para financiar suas atividades, assim como para os credores, que necessitam reduzir seus riscos de crédito.

Palavras-chave: Governança corporativa; Teoria da agência; Desempenho financeiro; Dividendos.

ABSTRACT

The main objective of this work was to propose an index, supported by the mechanisms of corporate governance for the Brazilian stock market, and, from it, to analyze the relationship between the quality of governance, financial performance, market performance, capital structure and the distribution of dividends by Brazilian companies with shares traded by Brasil Bolsa Balcão (B3), between the years 2010 and 2020. Thus, this thesis is composed of six interrelated articles, in which each article seeks to fulfill a specific objective, thus established: (i) the first article presents a synthesis of Brazilian studies on governance in the last 20 years. Through this study, the main governance indicators used in Brazilian research were identified. (ii) In the second article, a new governance index was proposed, based on the evidence presented in recent studies on the subject and the relationship between the quality of governance and market performance is analyzed. (iii) The third article analyzes the relationship between governance and financial performance. (iv) The fourth article studies the association between the quality of governance and the distribution of dividends. (v) The fifth article demonstrates the association between governance and capital structure and, finally; (vi) in the sixth article, through tests of means and variances, it is analyzed whether companies with superior quality of corporate governance present superior stock performance than companies with inferior quality of governance. The governance index created showed a positive relationship between corporate governance and market value, and the companies with the best governance quality had higher ROE and ROA EBITDA than the others. A negative relationship was also observed between corporate governance and the distribution of dividends and it was found that corporate governance does not seem to influence the capital structure of Brazilian companies. In short, the governance index created in this work proved to be an important financial assessment instrument, proving to be a practical and important tool for shareholders and managers of companies that require capital to finance their activities, as well as for creditors, who need to reduce your credit risks.

Keywords: Corporate governance; Agency Theory; Financial performance; Dividends.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Lista de Ilustrações

Figura 1 – Segmentos diferenciados de governança corporativa da B3	31
Figura 2 – Evolução das publicações sobre Governança.....	62

Lista de Quadros

Quadro 1 – Exigências da B3 quanto aos NDGC.....	32
Quadro 2 – Variáveis que compõem os índices de governança	80
Quadro 3 – Variáveis independentes (Métricas de qualidade da governança corporativa).....	80
Quadro 4 – Variáveis dependentes e de controle.....	81
Quadro 5 – Variáveis que compõem os índices de governança	102
Quadro 6 – Variáveis do estudo	102
Quadro 7 – Evolução da governança corporativa do Brasil até o final do séc. XX	119
Quadro 8 – Estudos empíricos internacionais sobre a relação entre a governança corporativa e a distribuição de dividendos	123
Quadro 9 – Variáveis que compõem os índices de governança	126
Quadro 10 – Variáveis do estudo	126
Quadro 11 – Variáveis que Compõe os Índices de Governança	144
Quadro 12 – Variáveis do Estudo.....	145
Quadro 13 – Variáveis que compõem os índices de governança	171
Quadro 14 – Variáveis de governança e de performance das ações.....	172
Quadro 15 – Hipóteses do estudo	174

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Amostra	58
Tabela 2 – Número de Artigos Publicados	60
Tabela 3 – Lei de Bradford	61
Tabela 4 – Principais Centros de Pesquisa.....	62
Tabela 5 – Características dos Autores e Coautores	64
Tabela 6 – Autores e Coautores	65
Tabela 7 – <i>Proxies</i> de Governança Corporativa	66
Tabela 8 – Estatísticas descritivas das proxies de governança	84
Tabela 9 – Resultados dos testes de média	85
Tabela 10 – Relação entre o IGOV e o desempenho de mercado.....	86
Tabela 11 – Relação entre o IGOV8 e o desempenho de mercado.....	87
Tabela 12 – Relação entre o IGOV12 e o desempenho de mercado.....	88
Tabela 13 – Relação entre o NDGC e o desempenho de mercado	89
Tabela 14 – Resumo dos resultados encontrados nas regressões estimadas	90
Tabela 15 – FIV das variáveis independentes.....	105
Tabela 16 – Matriz de Correlação das Variáveis Independentes	106
Tabela 17 – Resumo das estatísticas descritivas - Métricas da qualidade da governança	106
Tabela 18 – Classificação da Governança Corporativa	107
Tabela 19 – Resultados das Regressões com o IGOV como métrica de Governança	108
Tabela 20 – Resultados das Regressões com o IGOV8 como métrica de Governança	108
Tabela 21 – Resultados das Regressões com o NDGC como métrica de Governança.....	109
Tabela 22 – Resumo da significância dos coeficientes encontrados nas regressões estimadas.....	113
Tabela 23 – Estatísticas descritivas.....	128
Tabela 24 – Estatística dos testes de diferenças de médias para o Q de Tobin/IGOV	129
Tabela 25 – Resultados das regressões	130
Tabela 26 – Matriz de Correlação entre as Proxies de Governança e as Variáveis Dependentes ..	147
Tabela 27 – Estatísticas Descritivas das Proxies de Governança e das Variáveis Dependentes	148
Tabela 28 – Classificação da Governança Corporativa e Testes de Médias.....	149
Tabela 29 – Resultados das Regressões com o IGOV como métrica de Governança	150
Tabela 30 – Resultados das Regressões com o IGOV8 como métrica de Governança	152
Tabela 31 – Resultados das Regressões com o NDGC como métrica de Governança.....	153
Tabela 32 – Relações Esperadas e Documentadas.....	156

Tabela 33 – Resultado dos testes de média e variância para os retornos.....	175
Tabela 34 – Resultado dos testes de média e variância para os desvios-padrões	177
Tabela 35 – Resultado dos testes de média e variância para os betas.....	177
Tabela 36 – Resultado dos testes de média e variância para os índices de Sharpe.....	178
Tabela 37 – Resultado dos testes de média e variância para os índices de Treynor	179
Tabela 38 – Resultado dos testes de média e variância para a quantidade de títulos negociados ..	180
Tabela 39 – Resultado dos testes de média e variância para o Volume Negociado	180

LISTA DE EQUAÇÕES

Equação 1	82
Equação 2	104
Equação 3	127
Equação 4	146

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ACP	Análise de Componentes Principais
<i>ADRs</i>	<i>American Depositary Receipts</i>
ALV	Alavancagem financeira
B3	Brasil Bolsa Balcão
BAR	<i>Brazilian Administration Review</i>
BASE	Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos
BBR	<i>Brazilian Business Review</i>
CA	Conselho de Administração
CADE	Conselho Administrativo de Defesa Econômica
CDI	Certificados de depósitos interbancários
CEO	<i>Chief Executive Officer</i>
Cetip	Central de Custódia e Liquidação Financeira de Títulos
CGG	Contabilidade, Gestão e Governança
Contextus	Revista Contemporânea de Economia e Gestão
CP	Componentes principais
CRES	Oportunidades de crescimento
CV	Coeficiente de variação
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
CVR	Contabilidade Vista & Revista
DI	<i>Disclosure</i>
DP	Desvio padrão
DT	Divulgação e transparência
ECP	Endividamento de curto prazo
ELP	Endividamento de longo prazo
END	Endividamento
EP	Estrutura de Propriedade e de Controle
EUA	Estados Unidos da América
FE	Efeitos fixos
FGV	Fundação Getúlio Vargas
FIV	Fator de inflação da variância
FR	Formulário de referência

FURB	Universidade Regional de Blumenau
FV	<i>Firm Value</i>
GAF	Grau de alavancagem financeira
GC	Governança corporativa
IA	Incentivos aos administradores
IBCA	Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração
IBCG	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
Ibovespa	Índice da Bolsa de Valores de São Paulo
IGC	Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada
IGCT	Índice de Governança <i>Trade</i>
IGOV	Principal índice de governança corporativa criado na tese
IGOV8	Índice de governança corporativa secundário, criado na tese
ILC	Índice de liquidez corrente
IND	Setor industrial
IS	Índice de Sharpe
IT	Índice de Treynor
IV	Variáveis instrumentais
LAJIDA	Lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortização
ML	Margem líquida
MQG	Mínimos quadrados generalizados
MQO	Mínimos quadrados ordinários
N1	Nível 1
N2	Nível 2
NASDAQ	<i>Nasdaq Stock Market</i>
NDGC	Níveis diferenciados de governança corporativa da B3
NM	Novo mercado
NYSE	<i>The New York Stock Exchange</i>
PIB	Produto Interno Bruto
Q Tits	Quantidade de títulos
QTOBIN	Q de Tobin
RAC	Revista de Administração Contemporânea
RAE	Revista de Administração de Empresas
RAI	Revista de Administração e Inovação

RAM	Revista de Administração Mackenzie
RAUSP	Revista de Administração da USP
RBFIn	Revista Brasileira de Finanças
RBGN	Revista Brasileira de Gestão de Negócios
RC&F	Revista Contabilidade & Finanças
RCA	Revista de Ciências da Administração
RCC	Revista Contemporânea de Contabilidade
RCO	Revista de Contabilidade e Organizações
RE	Efeitos aleatórios
REAd	Revista Eletrônica de Administração
ReAUFSM	Revista de Administração da UFSM
RECADM	Revista Eletrônica de Ciência Administrativa
REGE	Revista de Gestão
RI	Relacionamento com investidores
RISC	Risco
ROA	Retorno sobre ativos
ROE	Retorno sobre o patrimônio
RSL	Revisão sistemática de literatura
RUC	Revista Universo Contábil
SEC	<i>Securities and Exchange Commission</i>
Selic	Sistema Especial de Liquidação e Custódia
TAM	Tamanho da empresa
TANG	Tangibilidade dos ativos
UFC	Universidade Federal do Ceará
UFES	Universidade Federal do Espírito Santo
UFMG	Universidade Federal de Minas Gerais
UFPB	Universidade Federal da Paraíba
UFPE	Universidade Federal de Pernambuco
UFPR	Universidade Federal do Paraná
UFSC	Universidade Federal de Santa Catarina
UFSM	Universidade Federal de Santa Maria
UFU	Universidade Federal de Uberlândia
UNB	Universidade de Brasília

UNIFOR	Universidade de Fortaleza
UNINOVE	Universidade Nove de Julho
UNISINOS	Universidade do Vale do Rio dos Sinos
UNIVALI	Universidade do Vale do Itajaí
Unochapecó	Universidade Comunitária da Região de Chapecó
USP	Universidade de São Paulo
VF	<i>Firm Value</i>
VOL	Volume negociado

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	18
1.1	Tema e Problema.....	18
1.2	Objetivos	20
1.3	Justificativa	22
1.4	Estrutura da Tese.....	24
2	GOVERNANÇA CORPORATIVA: ASPECTOS GERAIS	26
2.1	Conceitos Iniciais	26
2.2	A Governança Corporativa no Brasil e no Mundo.....	28
2.3	Mecanismos de Governança Corporativa.....	33
2.3.1	Conselho de administração.....	34
2.3.2	Estrutura de propriedade e de controle.....	37
2.3.3	Transparência, divulgação e nível de disclosure	39
2.3.4	Incentivos aos administradores	40
2.3.5	Grandes acionistas.....	41
2.3.6	Proteção dos acionistas minoritários	43
2.3.7	O monitoramento pelo mercado	44
2.3.8	Auditoria	45
2.3.9	Agência de rating	45
2.3.10	Sistema legal	46
2.3.11	Mídia	46
2.4	Teoria de Agência	47
3	20 ANOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL	51
3.1	Introdução	51
3.2	Revisão da Literatura	54
3.2.1	Governança corporativa	54
3.2.2	Pesquisas bibliométricas sobre governança corporativa	55
3.3	Procedimentos Metodológicos	57
3.4	Apresentação e Análise dos Resultados	59
3.5	Considerações Finais.....	69
4	ÍNDICE DE GOVERNANÇA CORPORATIVA E DESEMPENHO DE MERCADO: EVIDÊNCIAS NO MERCADO ACIONÁRIO BRASILEIRO	71
4.1	Introdução	71
4.2	Fundamentação Teórica	74
4.3	Procedimentos Metodológicos	77
4.3.1	Amostra e coleta de dados.....	77
4.3.2	Índices de governança corporativa.....	78

4.3.3 Variáveis dependentes e de controle	80
4.3.4 Modelos estimados	81
4.4 Análise e Discussão dos Resultados.....	84
4.5 Considerações Finais.....	92
5 IMPACTO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NO DESEMPENHO FINANCEIRO: EVIDÊNCIAS NO MERCADO ACIONÁRIO BRASILEIRO	95
5.1 Introdução	95
5.2 Revisão de Literatura	97
5.3 Método	100
5.3.1 Amostra e variáveis do estudo.....	100
5.3.2 Modelos estatísticos	103
5.4 Resultados	106
5.5 Discussão.....	109
5.6 Considerações Finais.....	113
6 EFEITOS DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NA DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS DAS EMPRESAS BRASILEIRAS LISTADAS NA B3	115
6.1 Introdução	115
6.2 Referencial Teórico.....	118
6.3 Metodologia	124
6.4 Análise e Discussão dos Resultados.....	128
6.5 Considerações Finais.....	132
7 A GOVERNANÇA CORPORATIVA AFETA A ESTRUTURA DE CAPITAL? EVIDÊNCIAS DAS EMPRESAS LISTADAS NA BRASIL BOLSA BALCÃO NO PERÍODO 2010-2020	134
7.1 Introdução	135
7.2 Revisão da Literatura	137
7.2.1 Teorias de estrutura de capital.....	137
7.2.2 Relação entre governança corporativa e estrutura de capital	140
7.3 Procedimentos Metodológicos	142
7.3.1 Amostra e coleta de dados.....	142
7.3.2 Definição das variáveis	143
7.3.4 Modelos econométricos.....	145
7.4 Apresentação dos Resultados	148
7.5 Discussão.....	153
7.6 Considerações Finais.....	157
8 GOVERNANÇA CORPORATIVA E DESEMPENHO DAS AÇÕES NO MERCADO ACIONÁRIO BRASILEIRO	160
8.1 Introdução	160

8.2 Fundamentação Teórica	165
8.3 Procedimentos Metodológicos	169
8.4 Resultados e Discussão	174
8.5 Considerações Finais.....	182
9 CONSIDERAÇÕES FINAIS DA TESE.....	184
REFERÊNCIAS	193
APENDICES	218
Apêndice A – Empresas Presentes na Amostra.....	218

1 INTRODUÇÃO

A primeira condição para modificar a realidade consiste em conhecê-la.

(Eduardo Galeano – As veias abertas da América Latina)

1.1 Tema e Problema

O capítulo introdutório deste trabalho inicia-se com uma contextualização do tema e do problema a ser discutido. Adiante, apresentam-se os objetivos geral e específicos, elaborados com o propósito de responder ao problema de pesquisa, seguidos pela justificativa do estudo. Por fim, apresenta-se a forma como o restante da pesquisa está estruturada.

A governança corporativa é definida, por Shleifer e Vishny (1997), como instrumentos mediante os quais os fornecedores de capital das empresas asseguram o retorno sobre seus investimentos. À medida que as empresas buscam por inovações que permitam a conquista de lucros anormais, aumenta também a procura por melhores níveis de governança corporativa (JENSEN, 1993). A fim de que os investidores forneçam capital às empresas, estas precisam operar de forma honesta e eficiente (STEIER; MORCK, 2005) e, à vista disso, as práticas de governança corporativa exercem a atribuição de instigar os gestores a tomarem decisões alinhadas aos interesses dos acionistas.

A partir da publicação da obra *The modern corporation and private property*, de Berle e Means (1932), os estudos sobre governança corporativa ganharam espaço no meio acadêmico. Conquanto, foi a partir da teoria de contratos (WILLIAMSON, 1975), que ajuda explicar a existência e a eficiência das organizações, que o tema ganhou força. Tal avanço se deve à busca por melhor desempenho por parte das empresas e mais segurança por parte dos investidores, principalmente nas empresas com ações negociadas em bolsas de valores, que demandam mais transparência no processo de gestão.

Ademais, nestas empresas, a separação entre propriedade e controle amplia o risco de os recursos dos investidores não serem bem utilizados ou serem desviados, uma vez que os fornecedores de capital não participam diretamente das decisões corporativas. Nestes casos, os tomadores de decisão não carregam todo o ônus financeiro das suas decisões, seja nas empresas

com estrutura de propriedade concentrada, em que as deliberações ficam a cargo dos controladores, seja naquelas com estrutura de propriedade pulverizada em que as deliberações são tomadas por gestores e executivos profissionais (JENSEN, 1986).

Neste cenário, a redução dos prejuízos e perdas de valor de qualquer natureza provenientes dos conflitos de interesse entre fornecedores de recursos e tomadores de decisão decorre da presença de um conjunto de mecanismos internos e externos que alinhem os interesses desses agentes. Esse conjunto de mecanismos, como o conselho de administração, a política de remuneração dos gestores, a estrutura de propriedade e controle, a estrutura de capital, a publicação de relatórios regulares, dentre outros, formam a governança corporativa (MENDONÇA; MARTINS; TERRA, 2019).

De acordo com Sonza e Kloeckner (2014), o clássico conflito de interesses entre proprietários e executivos é matéria amplamente discutida na literatura. Desta discussão despontou a teoria da agência, que trata especificamente do conflito de interesses entre os agentes (gestores) e o principal (acionistas). Em essência, a teoria da agência pressupõe que os acionistas e os dirigentes têm objetivos diferentes e que ambos buscam otimizar o seu próprio bem-estar. Neste segmento, os mecanismos de governança são adotados pelas empresas para motivar os executivos a desempenharem suas funções, de forma que os resultados vão ao encontro dos interesses dos acionistas (DUFFHUES; KABIR, 2008). Essas são as conjecturas elementares dos teóricos da agência, como Jensen e Meckling (1976), Fama (1980) e Fama e Jensen (1983a, 1983b).

Ao reduzir os conflitos de agência, as boas práticas de governança corporativa têm potencial, por exemplo, de restringir comportamentos oportunistas de gestores e controladores e, com isso, reduzir o prêmio de risco exigido por parte dos provedores de capital (AMAN; NGUYEN, 2013). Esta influência da governança corporativa, na visão de autores como Bradley e Chen (2011), Chen (2012), Fields, Fraser e Subrahmanyam (2012), dentre outros, pode reduzir o custo da dívida e impactar a estrutura de capital das empresas.

Jensen e Meckling (1976) demonstraram que a redução dos conflitos de agência pode provocar efeitos diretos no desempenho das empresas. Já McConnell e Qianru (2016) expuseram que uma melhor governança causa redução significativa na volatilidade do retorno das ações, indo, portanto, ao encontro de Rogers, Securato e Ribeiro (2008), que demonstraram que o retorno do investimento é menor para empresas com práticas de governança corporativa superiores.

Silveira (2002), complementarmente, apontou que o valor das ações das empresas com melhores práticas de governança corporativa tende a ser superior ao das demais.

Da mesma maneira, outros autores têm apontado que a qualidade da governança corporativa pode influenciar também o volume de dividendos distribuídos aos acionistas. La Porta et al. (2000b), por exemplo, propuseram dois modelos com o propósito de explicar a associação entre a governança e o desembolso de dividendos. Pelo primeiro modelo, de Resultados, as empresas pagam dividendos, uma vez que os acionistas minoritários pressionam os *insiders* corporativos a reduzirem o caixa líquido disponível aos gestores, isto é, o pagamento de dividendos é resultado dos conflitos entre acionistas majoritários e minoritários. Já pelo segundo modelo, Substituição, o pagamento de dividendos estabelece uma boa reputação no tratamento de acionistas minoritários e, ao terem o caixa reduzido pelo pagamento de dividendos, as empresas precisariam emitir novas ações no futuro, reduzindo, assim, o poder de expropriação dos acionistas majoritários sobre os minoritários.

Nesse sentido, bons níveis de governança corporativa são imprescindíveis para as empresas, uma vez que elas podem reduzir os conflitos de agência e aumentar o seu desempenho. Alicerçado nessas evidências, neste estudo criou-se um índice de qualidade da governança corporativa e, com ele, investigou-se a associação entre as boas práticas de governança, a performance das empresas e a distribuição de dividendos, para, assim, responder ao seguinte questionamento: **como a adoção de boas práticas de governança corporativa afeta o desempenho financeiro e de mercado, a distribuição de dividendos e a estrutura de capital das empresas brasileiras de capital aberto?**

1.2 Objetivos

A fim de responder à questão de pesquisa, o objetivo geral deste trabalho foi o de propor um índice, amparado nos mecanismos de governança corporativa para o mercado acionário brasileiro, e, a partir dele, analisar a relação entre a qualidade da governança, o desempenho financeiro, o desempenho de mercado, a estrutura de capital e a distribuição de dividendos das empresas brasileiras com ações negociadas pela Brasil Bolsa Balcão (B3), entre os anos de 2010 e 2020.

Com isso, foram estabelecidos os seguintes objetivos específicos:

- a) analisar a evolução das publicações de artigos científicos sobre a governança corporativa entre os anos de 2000 a 2020, identificando os periódicos que mais publicaram estudos sobre o tema, os principais centros de pesquisa, os autores mais prolíferos e, principalmente, as *proxies* de governança corporativa mais utilizadas nas pesquisas empíricas nacionais;
- b) construir um índice de governança corporativa para empresas brasileiras, amparado nos mecanismos apontados pela literatura como eficientes na redução dos conflitos de agência e, a partir dele, analisar o efeito da qualidade da governança no desempenho de mercado dessas empresas;
- c) a partir do índice construído, examinar a associação entre a governança corporativa e o desempenho financeiro, nas medidas Retorno sobre o Patrimônio (ROE), Retorno sobre Ativos (ROA) e Lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortização (LAJIDA);
- d) por meio do índice, analisar a influência da qualidade da governança corporativa na distribuição de dividendos das empresas brasileiras;
- e) recorrendo ao índice de governança, examinar a relação entre governança corporativa e a estrutura de capital das empresas brasileiras;
- f) por fim, empregar o índice criado para analisar se as empresas com boas práticas de governança corporativa apresentam desempenho das ações, nas dimensões retorno, risco e liquidez, superior ao das demais empresas.

Estes objetivos específicos têm como função auxiliar no cumprimento do objetivo geral. Dessa maneira, esta tese é composta por seis artigos inter-relacionados, em que cada artigo procura cumprir um objetivo específico, assim estabelecido: (i) no **primeiro** artigo apresenta-se uma síntese dos estudos brasileiros sobre governança nos últimos 20 anos. Por meio desse estudo, foram identificados os principais indicadores de governança utilizados em pesquisas brasileiras. (ii) No **segundo** artigo foi proposto um novo índice de governança, baseado nas evidências apresentadas nos estudos recentes sobre o tema e analisa-se a relação entre a qualidade da governança e o desempenho de mercado. (iii) No **terceiro** artigo analisa-se a relação entre a governança e a performance financeira. (iv) No **quarto** artigo estuda-se a associação entre a qualidade da governança e a distribuição de dividendos. (v) No **quinto** artigo demonstra-se a associação entre a governança e a estrutura de capital e, por fim; (vi) no **sexto** artigo, por meio

de testes de médias e variâncias, analisa-se se empresas com qualidade superior de governança corporativa apresentam desempenho das ações superior ao das empresas com qualidade de governança inferior.

Todos os artigos que compõem esta tese, com exceção do primeiro, têm como população as empresas com ações negociadas pela B3 entre os anos de 2010 e 2020. A amostra utilizada também foi a mesma em todos os trabalhos elaborados. Ademais, a qualidade da governança corporativa é analisada por meio do índice principal criado no segundo artigo (IGOV), além de um índice alternativo (IGOV8) e dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da B3 (NDGC), métrica de governança mais utilizada nos estudos empíricos nacionais, conforme demonstram os resultados do primeiro artigo.

1.3 Justificativa

Conforme já elucidado, bons níveis de governança corporativa são imprescindíveis para as empresas, uma vez que elas podem reduzir os conflitos de agência e aumentar sua eficiência. Mais do que isso, níveis adequados de governança são importantes para toda a economia. Empresas bem governadas podem apresentar melhor desempenho; bom desempenho gera mais empregos, o que, por sua vez, gera um aumento da renda e do Produto Interno Bruto (PIB). Tudo isso cria um círculo virtuoso que aumenta o bem-estar geral da população e, por isso, a importância de se entender diversos aspectos que tangenciam a governança corporativa. E, nessa busca de compreensão, é relevante que se comece pelas teorias e abordagens que circundam o tema, passando pelos impactos que a governança corporativa e seus mecanismos exercem sobre os diversos aspectos das organizações.

Com base no exposto, percebe-se que vários trabalhos de diversos autores têm apontado a governança corporativa como influenciadora de diversos aspectos das empresas, como o valor de mercado, o risco e retorno, a estrutura de capital e a distribuição de dividendos. Na visão de Correia, Amaral e Louvet (2011), a qualidade da estrutura de governança das empresas é uma variável multidimensional, não podendo, portanto, ser representada devidamente por nenhum de seus mecanismos isoladamente. Por esse motivo, pesquisas como as de Brown e Caylor (2006), Drobetz, Schillhofer e Zimmermann (2004), Black, Jang e Kim (2006) e Al-Najjar e Al-Najjar (2017), e, no Brasil, Carvalhal-da-Silva e Leal (2005), Silveira (2004), Correia,

Amaral e Louvet (2011), Santos (2018), entre outros, propuseram índices gerais de governança corporativa para as empresas brasileiras, no intuito de melhor entender a relação entre a governança corporativa e a performance financeira das empresas.

A presente pesquisa, assim como a maioria dos estudos supracitados, foi desenvolvida à luz da teoria de agência, que consiste em empregar os mecanismos capazes de reduzir os conflitos de interesse e, por conseguinte, aumentar a eficiência das empresas, entendida aqui como o aumento da sua performance financeira. Nesse sentido, a qualidade da governança corporativa se estabelece em razão dos instrumentos de controle e monitoramento implementados para garantir aos provedores de capital (investidores e credores) o retorno dos seus recursos financeiros.

A despeito do aumento das pesquisas acerca do tema (SIMÕES; SOUZA, 2020) e dos numerosos trabalhos realizados no intuito de criar índices capazes de retratar as práticas de governança com qualidade, o que se percebe são achados ainda controversos e insatisfatórios.

Ademais, os índices propostos para o contexto brasileiro são raramente empregados em outros estudos, que não os dos próprios autores que os elaboraram. Uma das possíveis razões para isso é a dificuldade de coleta dos dados necessários à obtenção desses índices que, em sua maioria, demandam de demasiadas variáveis qualitativas, além de métodos econométricos mais elaborados.

Nesse sentido, o que se propôs, nesta tese, é um índice de mais fácil entendimento e elaboração, quando comparado aos anteriores, mas que, ainda assim, seja capaz de retratar com fidedignidade a qualidade da governança corporativa. Dessa forma, além de avançar com o debate acadêmico ao analisar a associação entre a governança e o desempenho das empresas, a realização deste trabalho se justifica na proposição de uma ferramenta com capacidade de ser utilizada por outros estudos, bem como por gestores e investidores interessados na avaliação financeira das empresas brasileiras.

Cabe ressaltar, no entanto, que alguns autores tecem críticas com relação à criação de índices de governança, bem como a classificação das práticas de governança entre “boas” e “ruins” baseada em índices. Bricley e Zimmerman (2010), por exemplo, levantaram seis mitos sobre alguns estudos empíricos observados e a crença de pesquisadores, políticos e a mídia sobre as implicações da governança. Por esse motivo, ressalta-se que este trabalho se ampara na teoria

da agência e segue a linha dos trabalhos empíricos nacionais anteriores. Salienta-se, mais uma vez, que há lacunas a serem preenchidas acerca da governança e sua relação com diversos aspectos das empresas e é assim que esta pesquisa pretende contribuir com esse campo de estudo.

1.4 Estrutura da Tese

Para uma melhor compreensão do conteúdo, além desta introdução, esta tese está organizada em outros oito capítulos. No próximo capítulo, o segundo, são expostos os conceitos preliminares de governança corporativa, um panorama da governança no Brasil e no mundo, além da apresentação dos mecanismos de governança corporativa e da teoria da agência, abordagem base deste estudo.

No capítulo três inicia-se a exposição dos artigos empíricos com o trabalho intitulado **20 anos de governança corporativa no Brasil**, cujo objetivo foi analisar o perfil das publicações acerca da governança corporativa nos periódicos brasileiros classificados, no Qualis Capes de administração (Quadriênio 2013-2016), como A2 e B1, nos anos de 2000 a 2020. O capítulo quatro traz o artigo intitulado **Índice de governança corporativa e desempenho de mercado: evidências no mercado acionário brasileiro**, no qual foi construído um índice de governança corporativa para empresas brasileiras com ações negociadas pela B3, para avaliar o efeito das melhores práticas de governança em seu desempenho de mercado, entre os anos de 2010 e 2020.

Por seu turno, no capítulo cinco encontra-se o trabalho **Impacto da governança corporativa no desempenho financeiro: evidências no mercado acionário brasileiro** em que, similarmente ao artigo anterior, examinou-se o impacto da governança corporativa no desempenho financeiro das empresas brasileiras com ações negociadas pela B3 entre os anos de 2010 e 2020. O quarto artigo que compõe esta tese, **Efeitos da governança corporativa na distribuição de dividendos das empresas brasileiras listadas na B3**, é exibido no capítulo seis e nele analisa-se a influência da qualidade da governança corporativa na distribuição de dividendos das empresas brasileiras não financeiras com ações negociadas pela B3, também no período entre 2010 e 2020.

No capítulo sete, por sua vez, é apresentado o quinto trabalho, designado **A governança corporativa afeta a estrutura de capital? Evidências das empresas listadas na Brasil Bolsa**

Balcão no período 2010-2020, em que o objetivo principal foi analisar a relação entre governança corporativa e a estrutura de capital das empresas brasileiras. No último artigo desta pesquisa, **Governança corporativa e desempenho das ações no mercado acionário brasileiro**, analisam-se as relações entre a governança corporativa e o desempenho das ações, nas dimensões retorno, risco e liquidez, das empresas brasileiras de capital aberto com ações negociadas entre os anos de 2010 e 2020, compondo o capítulo oito.

Por fim, no capítulo nove apresentam-se as considerações finais da tese, com as conclusões alcançadas, as limitações do estudo e as sugestões para futuras pesquisas. Após o último capítulo, são elencadas as referências bibliográficas utilizadas em todo o trabalho.

2 GOVERNANÇA CORPORATIVA: ASPECTOS GERAIS

Apressa-te a viver bem e pensa que cada dia é, por si só, uma vida.

(Sêneca – Aprendendo a Viver)

2.1 Conceitos Iniciais

Não há um conceito de governança plenamente aceito na literatura, conquanto os conceitos existentes convergem, em algum momento, para as práticas que devem ser implementadas pelas organizações de modo a possibilitar o aumento da riqueza dos acionistas. Consoante Shleifer e Vishny (1997), a governança corporativa constitui-se de instrumentos que visam assegurar o retorno dos investimentos aos credores. Para Brigham e Ehrhardt (2013), a governança é o conjunto de leis, regras e procedimentos que influenciam as decisões dos gestores e, por conseguinte, as operações da empresa.

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) (2013, p. 142) define a governança corporativa como “o conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia e favorecer a sua longevidade, ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores”, por meio da equidade de tratamento dos acionistas, da prestação de contas, da transparência e apresentando-se em concordância com a legislação vigente.

De acordo com o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBCG) (2018), os investidores estarão dispostos a pagar mais por empresas que adotam boas práticas de governança corporativa, caso tais práticas não apenas favoreçam os interesses de seus proprietários, mas também a longevidade das empresas.

Silveira (2006, p. 23) argui que a governança corporativa é um “sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas”. Para este autor, boas práticas de governança podem (i) valorizar as ações da empresa, (ii) contribuir com sua continuidade, (iii) otimizar o desempenho no longo prazo e (iv) reduzir o custo de capital ao melhorar a percepção da empresa pelos *players* do mercado.

A adoção de boas de práticas de governança pode reduzir os conflitos de agência, uma vez que

aquelas têm a capacidade de alinhar as expectativas do principal à tomada de decisão pelo gestor por meio do monitoramento, da direção e do incentivo (LOPES; IUDÍCIBUS, 2004), abarcando os relacionamentos entre conselho de administração, sócios, diretoria, órgãos de fiscalização e controle, e demais *stakeholders* (IBCG, 2018). Esses conceitos complementam a afirmação de Hart (1995) que aponta a governança como um mecanismo que assegura a eficácia na tomada de decisão que não foi inicialmente prevista no contrato inicial.

Outro ponto relevante da governança corporativa é o fato de que seus mecanismos podem amenizar a assimetria de informação entre o mercado financeiro e a empresa, culminando, por exemplo, em taxas de financiamento mais atraentes, provocando a redução do custo médio ponderado de capital. A assimetria de informação decorre quando há desequilíbrio entre as informações que os agentes possuem, ou seja, quando há um desbalanceamento de informação entre eles, sendo esse fenômeno econômico conhecido como assimetria informacional (GROSSMAN; STIGLITZ, 1980, RIBEIRO; SOUZA; MORAES, 2020, RIBEIRO; CORREIA; PAIVA, 2022).

Akerlof (1970), um dos primeiros a estudar os efeitos da assimetria informacional, utilizou o mercado de carros usados dos Estados Unidos (EUA) para exemplificar o fenômeno. Segundo o autor, por um lado, os compradores não têm acesso a todas as informações a respeito do estado e do bom funcionamento dos carros usados e, por causa disso, podem subavaliar o veículo em análise. Por outro, os vendedores possuem todas as informações a respeito do estado do veículo e conhecem o seu verdadeiro valor de revenda. Por esse motivo, os vendedores tendem a se afastar desse mercado, haja vista que os compradores irão subavaliá-lo. Da mesma maneira, os vendedores sabem quando seu veículo vale menos que o valor pedido e, quando o vendem por valor superior, atraem para o mercado os “limões”, ou seja, vendedores de carros em estado insatisfatório. Este fenômeno é chamado de seleção adversa e os modelos que se baseiam na assimetria informacional pressupõem que haja diferença entre a informação detida no mercado e internamente na empresa. Nesse sentido, a assimetria informacional tem a capacidade de ocasionar benefícios a um indivíduo ou a um grupo de indivíduos, em detrimento de outros participantes do mercado (O'HARA, 1995, RIBEIRO; CORREIA; PAIVA, 2022).

Embora os diferentes conceitos e benefícios tendam a confluir para um mesmo objetivo, a governança corporativa pode distinguir-se de um país para o outro. Na visão de Shleifer e Vishny (1997), as diferenças referentes à governança ocorrem devido às diferenças da base legal de cada país, bem como à maneira como a justiça interpreta os conflitos entre investidores

e empresas.

La Porta et al. (1998) examinaram as normas jurídicas relativas à proteção dos credores e acionistas em 49 países e documentaram evidências de que aqueles que adotam o direito civil francês (*french civil-law*) oferecem proteção mais fraca do que os que adotam o direito consuetudinário (*common law*). Em adição, os autores apontam que a concentração da propriedade nas maiores empresas de capital aberto está negativamente relacionada ao grau de proteção dos investidores. Por outro lado, Shleifer e Vishny (1997) julgam que a concentração do controle acionário, diferentemente do controle pulverizado no mercado, pode tornar mais fácil efetuar correções das ações tomadas pelos gestores.

2.2 A Governança Corporativa no Brasil e no Mundo

Em razão do ambiente legal, da cultura corporativa predominante, bem como das particularidades socioeconômicas de cada país, a existência de um único modelo generalizado de governança corporativa é impraticável. Nesse sentido, faz-se necessário compreender de que forma ela pode ser aprimorada em países desenvolvidos e como pode ser estimulada nos países de baixo desenvolvimento econômico-financeiro (SHLEIFER; VISHNY, 1997). De acordo com o IBGC (2018), há duas grandes categorias que abrigam os principais modelos adotados pelo mundo, o *Outsider System* e o *Insider System*. Os demais modelos, que não se enquadram nestes sistemas, são, muito possivelmente, variações destes e apresentam características ora próximas do *Outsider System*, ora do *Insider System*.

De acordo com Berndt (2013), a principal diferença entre eles está no relacionamento entre dois direitos sobre a propriedade das ações de uma empresa, que são o direito a uma fração dos lucros gerados (*cash flow rights*) e o direito de controle sobre os ativos (*control rights*), normalmente exercido por meio do voto. Ademais, na visão do autor, outras características são diferentes nesses dois sistemas, como, por exemplo, a fonte de financiamento das empresas, o controle corporativo, a estrutura de propriedade e as formas como os acionistas se organizam e interagem.

O *insider system* apresenta mais direitos ao *cash flow rights* e maior concentração de propriedade, bem como mecanismos que reduzem o direito de controle, e afastam a regra “uma ação, um voto” presente no *outsider system*. Neste sistema, o controle é normalmente exercido

por um acionista ou grupo de acionistas, por possuírem maior direito de controle do que direitos sobre o fluxo de caixa. Países como a Alemanha, França, Itália e Japão são exemplos que adotam modelos de governança com características *insider system* (BERNDT, 2013).

Por sua vez, o modelo *Outsider System* é caracterizado por empresas de propriedade pulverizada com uma separação clara entre a propriedade e o controle e a regra “uma ação, um voto” é predominante na estrutura de governança corporativa, com o objetivo de distribuir o direito de controle (*control rights*) entre os acionistas. Como exemplos de países que adotam esse modelo, podem-se citar os Estados Unidos e o Reino Unido (BERNDT, 2013).

Apesar das características distintas, Shleifer e Vishny (1997) destacam que Estados Unidos, Reino Unido, Alemanha e Japão apresentam alguns dos melhores modelos de governança corporativa do mundo. Todavia, a proteção dos investidores é mais fraca no Japão, na França e na Alemanha, pois, enquanto as empresas destes países estão voltadas para um grupo mais abrangente, os *stakeholders*, as dos Estados Unidos e da Inglaterra estão voltadas para os acionistas (*shareholders*) (ALLEN; ZHAO, 2007).

Uma das características do modelo americano é a pulverização das ações no mercado, o que dificulta a existência de acionistas majoritários. A gestão e o controle das empresas tendem a ser executados por profissionais que são contratados para desempenharem esta função, e a governança corporativa exerce o papel de alinhar as atitudes do gestor em relação aos interesses dos acionistas (CHEN et al., 2022). No tocante à legislação norte-americana, Holland, Gregory e Grapsas (2018) apontam que cada estado define uma legislação a ser aplicada às empresas e, no que concerne à governança corporativa, o estado de Delaware é o que apresenta a legislação mais influente.

Da mesma forma que nos Estados Unidos, no Reino Unido (modelo anglo-saxão) o mercado exerce o papel de fornecedor de capital às corporações. Por sua vez, na Alemanha, no Japão e na América Latina, a forma de obtenção de capital ocorre, principalmente, por meio de emissão de dívida. Sarlo Neto (2009), ao estudar o modelo de governança latino-americano, aponta a concentração e a sobreposição da propriedade e gestão como as principais características desse modelo. Ademais, o autor chama a atenção para o Brasil como o segundo país de maior concentração de participação acionária dentre os países latino-americanos, quando considerada a participação do maior acionista. Ainda segundo Sarlo Neto (2009), nestes mercados (América Latina), os membros do conselho de administração costumam ter algum tipo de vínculo com os

controladores e o conflito de agência predominante ocorre entre os acionistas majoritários e os minoritários.

De acordo com o IBCG (2009), inicialmente, o modelo brasileiro de governança corporativa apresenta características do *Insider System*, devido à concentração da propriedade nas empresas brasileiras e à presença de empresas familiares e empresas controladas pelo Estado. Entretanto, nos últimos anos, devido ao aumento da importância do mercado acionário como fonte de financiamento e da implementação de uma estrutura de capital pulverizada, por parte de algumas empresas, o modelo brasileiro vem adquirindo características do modelo *outsider system*. Tal movimento mostrou-se mais dinâmico a partir das privatizações e da abertura do mercado nacional nos anos de 1990.

Em 1995, o desenvolvimento da governança corporativa no Brasil atingiu um novo patamar. Naquele ano foi criado o Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração (IBCA), que passou a ser chamado Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) a partir de 1999. Neste mesmo ano foi lançado o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, no intuito de nortear as empresas que sentiam necessidade de implementar boas práticas de governança com o objetivo de reduzir a assimetria informacional e os conflitos de agência. Não obstante, devido à Lei nº 6.404/76, que permite a emissão de mais de uma classe de ações (ordinárias e preferenciais), o ambiente legal brasileiro é propício para o distanciamento da regra “uma ação, um voto”, permitindo obter o controle de uma empresa ao deter uma parcela do capital total. Dessa forma, os acionistas controladores possuem ações com direitos diferentes dos da maioria dos demais acionistas, originando, assim, a base do principal conflito de agência existente no Brasil entre acionistas majoritários e minoritários (IBGC, 2018).

Nessa conjuntura, as empresas brasileiras têm sido incentivadas a buscarem medidas que possam reduzir os conflitos de agência e aumentar a transparência das decisões diante dos investidores. No ano de 2000, por exemplo, a B3 criou os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC), que são segmentos especiais de listagem desenvolvidos para proporcionar um ambiente de negociação que estimulasse o interesse dos investidores e a valorização das companhias. A criação desses segmentos foi adequada para a devida diferenciação do perfil das empresas negociadas pela bolsa brasileira e todos prezam por regras de governança corporativa diferenciadas (CVM, 2013).

Tais segmentos, expostos na Figura 1 e mais bem detalhados no Quadro 1, são destinados às

empresas que se comprometem voluntariamente a adotar boas práticas de governança corporativa. Estas empresas tendem a ser vistas de forma diferenciada daquelas que não participam dos segmentos de listagem, alterando positivamente a percepção do investidor quanto ao resultado esperado do investimento realizado (CVM, 2013).

Figura 1 – Segmentos diferenciados de governança corporativa da B3



Fonte: B3 (2021).

Os segmentos de listagem foram divididos em (i) Novo Mercado (NM), que exige os mais altos níveis de governança corporativa e cujas empresas negociadas são proibidas de emitir ações preferenciais; (ii) Nível 1 (N1) e Nível 2 (N2), que são parecidos com o NM, no entanto, as empresas podem ofertar ações preferenciais e (iii) Bovespa Mais e Bovespa Mais Nível 2 que, diferentemente das demais, buscam atender a pequenas e médias empresas que desejam entrar no mercado de forma gradual. Ademais, outros compromissos devem ser assumidos pelas empresas que optarem por segmentos diferenciados, como a manutenção em circulação do mínimo de 25% do capital social e cumprimento de regras de *disclosure*, dentre outras (B3, 2021).

Quadro 1 – Exigências da B3 quanto aos NDGC

	Tradicional	N1	N2	NM
Ações	Ações ordinárias (ON) e preferenciais (PN), conforme legislação	Ações ordinárias (ON) e preferenciais (PN), conforme legislação	Ações ordinárias (ON) e preferenciais (PN) com direitos adicionais	Somente ações ordinárias (ON)
<i>Free Float</i>	Sem regra	25%	25%	25%
Composição do conselho de administração	Mínimo de três membros (conforme legislação)	Mínimo de três membros (conforme legislação), com mandato único para até dois anos	Mínimo de cinco membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes, com mandato único para até dois anos	Mínimo de cinco membros (conforme legislação), dos quais, pelo menos dois, ou 20% (o que for maior) independentes, com mandato único para até dois anos
Proibição de acumulação de cargos	Sem regras	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo sendo a mesma pessoa (carência de três anos a partir da adesão)	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de três anos a partir da adesão)	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo sendo a mesma pessoa. Em caso de vacância que culmine em acumulação de cargos, são obrigatórias determinadas divulgações
Obrigações do conselho de administração	Sem regras	Sem regras	Manifestação sobre oferta pública de aquisição de ações de emissão da companhia	Manifestação sobre oferta pública de aquisição de ações de emissão da companhia

Fonte: B3 (2021).

As negociações das empresas em segmentos de boas práticas de governança corporativa proporcionam maior transparência e respeito aos acionistas minoritários de forma voluntária, diferenciando-se das empresas que aplicam somente as práticas de governança corporativa exigidas pela legislação. Na visão de Bhojraj e Sengupta (2003), empresas negociadas nestes segmentos podem obter um custo de capital mais baixo, minimizando assim o seu risco. Vieira e Mendes (2006) corroboram essa visão ao afirmarem que a adoção de boas práticas de governança por parte das empresas permite a redução do custo, tanto do capital próprio quanto das dívidas.

No intuito de encorajar ainda mais as empresas brasileiras a implementarem boas práticas de governança, a B3 criou, em 2011, os índices IGC, ou Índice de ações com governança corporativa diferenciada e IGCT, ou Índice de governança *trade*. Tais índices compõem uma carteira teórica de ações, sendo que o IGC representa as empresas que participam de um dos

três principais níveis de governança da bolsa (N1, N2 e NM), enquanto o IGCT representa as ações com alta liquidez de mercado (B3, 2021).

A criação desses índices foi importante para propiciar a comparação entre as empresas que os compõem e as que não fazem parte dessa carteira. Serra et al. (2009), por exemplo, apontam que o IGC apresentou retorno superior ao Índice da Bolsa de Valores de São Paulo (Ibovespa), entre 2001 e 2007, e que boas práticas de governança corporativa podem proporcionar um retorno superior das empresas.

Estas “boas práticas” de governança são obtidas pelas empresas por meio da melhora de suas estruturas de governança, que são compostas pelos mecanismos internos e externos às empresas. Os mecanismos internos são os exigidos pela legislação ou os propositalmente desenvolvidos pelas partes, a partir do funcionamento espontâneo dos mercados, tais como o direito de voto dos acionistas, o conselho de administração, a estrutura de propriedade e os sistemas de remuneração e auditorias, dentre outros. Por sua vez, os mecanismos externos são provenientes da regulamentação legal e contábil, mercado de trabalho de dirigentes, bem como pela regulamentação do mercado de capitais e controle corporativo (CORREIA, 2008).

Conforme ressaltam Bushman e Smith (2003), este conjunto de mecanismos inter-relacionados forma a governança corporativa das firmas e tem como finalidades essenciais as seguintes: (i) garantir que os acionistas minoritários receberão informações confiáveis sobre o valor da firma; (ii) motivar os administradores a tomarem decisões que maximizem o valor da firma, em detrimento de seus objetivos pessoais e (iii) assegurar que os acionistas majoritários da companhia, bem como os administradores, não irão se apossar indevidamente dos recursos financeiros dos demais investidores.

Nesse sentido, os mecanismos de governança são ferramentas inter-relacionadas que buscam o alinhamento dos interesses de acionistas majoritários, minoritários e administradores. A seguir são apresentados esses mecanismos de forma mais aprofundada, com vistas a discutir a eficiência e suas evidências empíricas, dentre outros aspectos.

2.3 Mecanismos de Governança Corporativa

Comumente, os termos estruturas, políticas e mecanismos de governança corporativa têm

significado análogos. Nesta pesquisa, adotou-se o termo mecanismos de governança corporativa quando se fez referência ao conjunto de instrumentos que tenham como função alinhar interesses de acionistas majoritários, minoritários e administradores. Na visão de Misangyi e Acharya (2014), os mecanismos de governança corporativa se dividem, de forma geral, em internos e externos à empresa e, de acordo com os autores, a performance da empresa está relacionada à forma como os mecanismos de governança interagem entre si e não à existência deles de forma isolada.

2.3.1 Conselho de administração

O conselho de administração monitora o desempenho da empresa e dos administradores e, por isso, representa um importante instrumento nas empresas modernas. Sua principal atuação é na minimização dos problemas de agência entre administradores e acionistas. Dessa forma, é considerado, por autores como Fama (1980), Fama e Jensen (1983a), Lipton e Lorsh (1992) e Jensen (1993), um mecanismo chave do sistema de controle interno da empresa, o qual estabelece as regras do jogo para os administradores.

Os acionistas elegem os membros do conselho de administração para que eles operem alinhados com seus interesses, ficando responsável por monitorar os atos do gestor, ratificar suas decisões e, até mesmo, substituí-los, buscando sempre a excelência do conselho (JENSEN, 1993). O conselho é composto por membros externos, bem como por diretores membros da administração que, na visão de Jensen (1993), não devem ocupar a presidência do conselho, já que seria improvável que aqueles compostos por membros da administração monitorassem a si mesmos.

Jensen (1993) propõe, ainda, que haja a separação das funções de direção geral da companhia e de presidência do conselho. Para o autor, o executivo principal, quando ocupa também a função de presidente do conselho, não consegue separar os interesses da empresa de seus interesses pessoais. Por outro lado, Hart (1995) aponta que os membros externos geralmente fazem parte do conselho de várias empresas, o que, provavelmente, os deixa com tempo reduzido para efetivamente observarem cada uma delas.

Brigham e Ehrhardt (2013) lembram que a bolsa de valores de Nova Iorque (NYSE) e a *Nasdaq Stock Market* (NASDAQ) exigem que o conselho de administração das empresas listadas seja composto, em sua maioria, por membros externos. Os membros externos podem possibilitar a

obtenção de recursos para empresa, quando ocuparem cargos em outras instituições que sejam importantes para a empresa, como uma instituição financeira ou um escritório de advocacia, por exemplo (DAILY; DALTON; CANNELLA JR, 2003). Por outro lado, Figueiredo Filho (2011) esclarece que conselhos formados por membros internos têm mais conhecimento a respeito das atividades da empresa, das estratégias e da motivação da gestão em tomar determinadas decisões.

Fama e Jensen (1983a) argumentam que o conselho de administração será um sistema eficiente de controle apenas quando for capaz de limitar o poder dos dirigentes de alto nível. Além disso, sua eficiência depende, ainda, da sua composição. Para esses autores, o conselho deve ser constituído tanto por membros internos, que forneçam informações importantes sobre a utilização de recursos, quanto por membros externos, que auxiliem na obtenção de recursos para empresa e monitorem da melhor maneira o exercício dos administradores.

Para Moura e Beuren (2011) e Bradley e Chen (2015), as boas práticas de governança corporativa dependerão, ainda, do nível de independência do conselho de administração que está diretamente relacionado a uma maior ou menor influência dos acionistas controladores. Isto é, quanto maior a influência dos acionistas controladores sobre os membros do conselho, maiores as chances de os conselheiros atuarem em benefício dos controladores (AMAN; NGUYEN, 2013, TANAKA, 2014).

Outro aspecto importante na discussão é o tamanho do conselho diretor. Jensen (1993) afirma que um conselho formado por sete a oito membros é mais eficaz em aprimorar a performance da empresa e monitorar o gestor. Apesar de um aumento no tamanho do conselho permitir um aumento da capacidade de monitoramento, de acordo com Yermack (1996), há um custo maior associado à perda de eficiência na tomada de decisão e menor discussão a respeito da performance da empresa. O autor afirma que a redução do número de membros do conselho tornou-se uma prioridade para investidores na tentativa de diminuir a ocorrência de problemas nas empresas.

Yermack (1996) encontrou evidências de que o tamanho do conselho é inversamente associado ao valor da firma, utilizando, em seu estudo, uma amostra formada por 452 empresas norte-americanas, no período de 1984 a 1991. Seus achados apontaram evidências de que as empresas que tinham conselhos menores (até seis membros) apresentaram melhores indicadores de lucratividade e de eficiência operacional. Dessa forma, a eficiência do conselho de

administração parece depender de três características básicas que são (i) composição, (ii) estrutura/independência e (iii) tamanho. Thompson, Alleyne e Charles-Soverall (2019) corroboram estas evidências ao apontarem que a presença de membros inexperientes no conselho de administração causa ineficiência nas decisões e impacta negativamente o desempenho das empresas.

Andrade et al. (2009) exploraram a relação entre a composição do conselho de administração, o desempenho e o valor de mercado das empresas brasileiras de capital aberto. Os autores utilizaram uma amostra com 147 empresas negociadas entre 2004 e 2006, como também regressões múltiplas hierárquicas. Os resultados documentados indicaram que a composição do conselho de administração tem exercido mais influência no valor de mercado das companhias do que no desempenho financeiro das mesmas. Cabe ressaltar que a quantidade total de conselheiros apresentou relação positiva e significativa tanto com o valor de mercado quanto com o desempenho das empresas.

Por sua vez, Silva, Santos e Almeida (2011) estudaram a influência do conselho de administração sobre o endividamento das empresas listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa da B3, no ano de 2008. Os resultados obtidos evidenciam que a *proxy* estimada no intuito de aferir a influência do conselho de administração apresentou relação negativa com o endividamento total e de longo prazo, e positiva com as dívidas de curto prazo, o que sugere que as empresas com melhores práticas de governança estão sujeitas a utilizar mais dívidas de curto prazo do que de longo prazo.

Fraga e Silva (2012), por seu turno, investigaram a diversidade da composição dos conselhos de administração de empresas brasileiras listadas na B3 e seu impacto no desempenho financeiro dessas empresas. Os autores empregaram uma regressão múltipla em uma amostra de 71 empresas com ações negociadas pela B3, entre 2005 e 2009. Os resultados evidenciaram que a diversidade nos anos de escolaridade dos membros do conselho impacta positivamente o desempenho da empresa, enquanto a maior diversidade nas áreas de educação formal e a independência ou a não independência dos membros do conselho de administração afetam negativamente. Ademais, os autores observaram que a presença de mulheres nos conselhos é pequena, no entanto, nas empresas em que os conselhos contavam com pelo menos uma integrante mulher, o desempenho de mercado foi significativamente superior ao das que não tinham nenhuma representação feminina.

Em estudo similar ao de Fraga e Silva (2012), Gondrige, Clemente e Espejo (2012) estudaram a relação entre a estrutura dos conselhos de administração e o valor das empresas brasileiras com ações negociadas pela B3. Para tal, os autores empregaram uma análise linear múltipla em uma amostra de 208 empresas listadas na B3 no ano de 2008. Como resultado principal, os autores destacaram que a variável membros do conselho apresentou significância estatística, indicando relação positiva entre empresas mais valorizadas e o tamanho dos conselhos de administração.

Já Coletta e Lima (2020) analisaram a relação entre a estrutura do conselho de administração, o desempenho e o valor das empresas estatais brasileiras listadas na B3 entre 2002 e 2017. Para isso, os autores analisaram um conjunto de 327 observações por meio de dados em painel. Como resultados, os autores destacaram relação positiva e estatisticamente significativa entre a estrutura do conselho e o desempenho da empresa, quando aferida por meio do ROE e ROA, e o valor da empresa, quando medido pelo Q de Tobin. Tal resultado vai ao encontro da literatura sobre governança corporativa, ao mostrar que o papel do conselho de monitorar a gestão reduz os conflitos de agência e impacta, por consequência, o desempenho das companhias.

2.3.2 Estrutura de propriedade e de controle

Berle e Means (1932), tratando dos benefícios e dos custos oriundos da separação entre propriedade e controle, bem como dos conflitos de interesses presentes nas empresas de capital aberto nos Estados Unidos, pleiteavam maior transparência e direito ao voto extensivo a todos os acionistas. Para os autores, a diluição da propriedade seria capaz de aumentar o poder dos gestores em detrimento dos interesses dos demais acionistas.

Consoante Jensen e Meckling (1976), quando o proprietário vende uma parcela de sua empresa por meio da emissão de ações, ele obtém o benefício do aumento do valor da empresa, mas deixa de aproveitar a totalidade dos benefícios não pecuniários que usufruía até então. Isso leva-o a fazer uma escolha entre maximizar o valor da empresa ou de seus benefícios não pecuniários. Para os autores, o valor da empresa, após a emissão de ações, será mais elevado se existirem garantias contratuais e monitoramento do gestor.

Outro ponto levantado por Jensen e Meckling (1976) diz respeito à minimização dos conflitos de agência na firma. De acordo com os autores, essa minimização está relacionada à hipótese de convergência dos interesses de acionistas e administradores, ou seja, as empresas devem

promover a participação dos administradores no capital da firma. Essa participação faz com que os administradores sejam mais motivados a perseguirem o objetivo de maximização do valor da companhia, uma vez que a sua própria riqueza está envolvida.

Shleifer e Vishny (1986) e Leech e Leahy (1991) apontam para a hipótese de que a concentração de propriedade favorece o monitoramento, isto é, grandes investidores exercem papel ativo na vigilância dos dirigentes. Assim, para os autores, certa concentração da estrutura de propriedade de ações pode representar um importante papel na determinação da performance da firma, já que na propriedade dispersa não há nenhum indivíduo ou grupo com grande poder de voto ou que tenha incentivos para exercer o controle e garantir a maximização dos lucros. Nesse cenário, os administradores têm mais liberdade para priorizar seus próprios interesses.

A estrutura de propriedade existente nas empresas brasileiras é diferente da estrutura de propriedade das empresas estadunidenses. Enquanto as empresas estadunidenses são caracterizadas pela pulverização do capital, no Brasil a estrutura é caracterizada por um acionista majoritário que detém o controle da empresa e, normalmente, contrata um gestor profissional para atuar em seu nome. Do ponto de vista de Lopes e Walker (2008), a estrutura de propriedade concentrada contribui de forma acentuada para o surgimento de conflitos de agência entre os acionistas minoritários e os acionistas majoritários, que é característica marcante das empresas brasileiras.

De acordo com Shleifer e Vishny (1997), a possibilidade de conflitos de interesses entre acionistas minoritários e majoritários é ainda maior quando os direitos sobre os fluxos de caixa da companhia são inferiores aos direitos de controle. Isso acontece nos casos em que há o desvio da regra “uma ação, um voto”, ou seja, quando há emissões de ações sem direito a voto, bem como em estruturas piramidais, em que uma empresa controla uma outra que, por sua vez, controla uma terceira empresa, e assim sucessivamente. Nesse sentido, pressupõe-se a existência de uma associação positiva entre a participação dos grandes acionistas no fluxo de caixa e o valor da firma e a adoção de boas práticas de governança corporativa é uma forma de minimizar o impacto da existência de conflitos de agência nas corporações.

No que lhes concerne, Dal Vesco e Beuren (2015) estudaram a influência da estrutura de propriedade e das relações sociais entre proprietários no desempenho financeiro e de mercado das companhias brasileiras de capital aberto. Para isso, os autores analisaram, por meio de equações simultâneas, um total de 1.163 observações. Os resultados apurados na pesquisa

sinalizaram que a estrutura de propriedade, diferentemente das relações sociais, influencia o desempenho financeiro e de mercado das empresas brasileiras listadas pela B3.

Por sua vez, Peixoto e Buccini (2013), realizaram uma análise a fim de identificar a provável influência da estrutura de propriedade sobre o valor e o desempenho das empresas. Para tal, os autores utilizaram uma amostra de 246 empresas de capital aberto negociadas pela B3 entre os anos de 2004 e 2008. A análise foi realizada via dados em painel com variáveis de estrutura de propriedade e desempenho/valor, como o Q de Tobin, o ROA e o *Price to Book Ratio*. Os resultados apurados pelos autores demonstraram relação inversa entre as variáveis analisadas, isto é, empresas com estrutura mais concentrada apresentam menor desempenho e valor.

Já Mamede et al. (2019) examinaram se o nível de concentração de capital influencia a estrutura de capital das companhias brasileiras de capital aberto. Para isso, os autores estudaram uma amostra de 104 empresas listadas na B3 durante o período de 1º de janeiro de 2008 a 31 de dezembro de 2014, e empregaram uma análise de dados em painel. Os principais resultados do estudo evidenciaram que a concentração de capital tem uma relação positiva com o endividamento de mercado e com a dívida líquida de longo prazo sobre o patrimônio de mercado, ou seja, quanto maior a concentração de capital das firmas brasileiras, maior o seu endividamento.

2.3.3 Transparência, divulgação e nível de disclosure

Consoante Bushman e Smith (2003), os mecanismos de governança corporativa têm os propósitos de incentivar os administradores a maximizarem o valor das empresas, impedir o apoderamento indevido dos rendimentos da companhia pelos seus executivos/acionistas controladores, bem como garantir que os acionistas minoritários recebam informações confiáveis sobre o valor da empresa. Por esse ângulo, outros importantes mecanismos de governança corporativa, a transparência dos resultados e a qualidade das informações financeiras publicadas pela companhia, favorecem a redução da assimetria informacional entre os investidores internos e externos e, por essa razão, reduzem os conflitos de agência.

A falta de transparência nas informações econômico-financeiras das empresas força os acionistas externos a incorrerem em maior risco, levando-os a aumentarem seus esforços de monitoramento. Isso ocorre uma vez que os investidores se valem das informações publicadas pela companhia para efetuarem suas previsões, por exemplo, dos fluxos de caixa futuros das

empresas, que são a base para que efetuem as suas escolhas de investimento (CORREIA; AMARAL; LOUVET, 2011).

A transparência consiste na ampla disponibilidade de informações relevantes e confiáveis acerca do desempenho periódico, a governança, a posição financeira, as oportunidades de investimento, o valor e o risco de empresas negociadas publicamente, dentre outras. Ou seja, diz respeito a todas as informações necessárias aos acionistas externos para que exerçam os seus direitos. Segundo Leuz, Nanda e Wysocki (2003), Lang, Raedy e Yetman (2006), Leuz (2006), dentre outros, em mercados com alto nível de transparência, os executivos/acionistas controladores tendem a manipular menos as informações publicadas, fornecendo, dessa forma, informações financeiras de maior qualidade aos investidores externos. Assim, a transparência corporativa está relacionada à proteção dos investidores.

A transparência ou a divulgação das informações, também conhecida como *disclosure*, é um importante mecanismo com capacidade de reduzir a assimetria das informações entre *insiders* e *outsiders*, gerando maior eficiência na gestão (AURELI, et al., 2020). Diamond e Verrecchia (1991) apontam que as empresas brasileiras emissoras de *American Depositary Receipts* (ADRs) – papéis de empresas não americanas negociados nas bolsas de valores nos Estados Unidos – tendem a apresentar maior *disclosure* de informações devido às exigências do mercado internacional. A *Securities and Exchange Commission* (SEC) mantém exigências de transparência e requisitos específicos para cada um dos cinco níveis de ADRs (BORTOLI FILHO; PIMENTA JUNIOR, 2005). Souza, Murcia e Marcon (2011) corroboram essas evidências ao demonstrarem que um ótimo nível de *disclosure* das empresas brasileiras está relacionado com a negociação de ADRs na bolsa de valores norte-americana, bem como nos NDGC da B3, que apresentam regras mais rígidas do que o mercado tradicional.

2.3.4 Incentivos aos administradores

Para Jensen e Meckling (1976), na relação entre agente e principal que abranja a delegação de algum poder de tomada de decisão, o agente nem sempre privilegia os interesses do principal. Sob essa perspectiva, os incentivos aos administradores de uma companhia representam um importante mecanismo de governança corporativa, haja vista que é possível limitar as dissonâncias entre os interesses do agente e do principal, ao estabelecer incentivos apropriados para o agente.

Sob a ótica da teoria da agência, os incentivos aos administradores representam um mecanismo de alinhamento de interesses que só serão eficientes se permitirem a minimização dos problemas de agência e, como consequência, conduzirem à maximização do valor dos acionistas. Para tanto, esses incentivos podem ser, por exemplo, por meio da posse de opções de compra de ações da companhia, ou da remuneração em dinheiro, comissões e bônus, dentre outras meios (CORREIA; AMARAL; LOUVET, 2011).

Além desses incentivos citados, outros instrumentos de compensação aos administradores são considerados por alguns autores. Fama (1980), por exemplo, considera também a ameaça de demissão dos executivos em caso de baixa rentabilidade. Já Shleifer e Vishny (1997) apresentam os contratos de incentivo *ex-ante*, que podem apresentar formatos diversos, que incluem, a título de exemplo, a participação dos administradores na propriedade das companhias. Por sua vez, Hall e Liebman (1998) apontam para a remuneração total do *Chief Executive Officer* (CEO), que inclui desde os salários até os bônus de atingimento de metas, posições em ações, participação nos lucros, dentre outros.

Os resultados dos estudos empíricos realizados no contexto brasileiro têm apontado para a influência positiva dos incentivos aos administradores na performance financeira das companhias. Aguiar e Pimentel (2017), por exemplo, demonstraram que a remuneração dos executivos influencia positivamente tanto o desempenho financeiro quanto o de mercado das empresas brasileiras de capital aberto. Souza, Cardoso e Vieira (2017) também encontraram resultados similares. Adiante, Beuren, Pamplona e Leite (2020) enfatizaram que a remuneração dos executivos pode ser um mecanismo de governança com potencial para maximizar o desempenho das empresas. Supõe-se, nesse sentido, que os incentivos diversos podem permitir a convergência de interesses nas companhias e, por conseguinte, a maximização do seu valor.

2.3.5 Grandes acionistas

De acordo com Leech e Leahy (1991), certa concentração da estrutura de propriedade de ações pode representar um importante mecanismo na obtenção de boa performance por parte das empresas, uma vez que quando a propriedade é dispersa, não há nenhum indivíduo ou grupo de acionistas com grande poder de voto ou que possua incentivos para exercer o controle e garantir a maximização dos lucros. Nessa conjuntura, os dirigentes têm maior liberdade para priorizar seus próprios interesses.

Nesse sentido, a concentração acionária é uma das maneiras de alinhar os direitos sobre o fluxo de caixa e o direito de controle dos investidores externos. Na visão de Hart (1995), é comum ouvirmos que uma forma de melhorar a governança corporativa é a presença de um ou mais grandes acionistas na empresa. Shleifer e Vishny (1997) corroboram esta concepção ao apontarem que a concentração de ações gera estímulo para que uma minoria substancial de acionistas colha informações, pressione e monitore os gestores. Para os autores, os grandes acionistas têm interesse em maximizar o retorno da empresa e detêm o controle sobre os ativos da firma, fazendo com que seus direitos sejam respeitados.

Hart (1995) destaca que, como um acionista não possui 100% da empresa, os conflitos de agência poderão diminuir, mas não deixarão de existir, uma vez que o acionista majoritário não usufrui do total dos benefícios gerados pela empresa. No entanto, o acionista majoritário poderá usar seu poder de votação para aumentar seus benefícios à custa dos acionistas minoritários. Adiante, La Porta et al. (1998) encontraram evidências, em uma pesquisa com empresas de 49 países, de que a concentração de propriedade nas maiores empresas está relacionada, negativamente, à proteção dos investidores. Edmans (2014) complementa ao afirmar que os grandes acionistas têm voz ativa na empresa, pois intervêm diretamente nas operações da firma, mas podem usar do ativismo para expropriar a riqueza dos acionistas minoritários ou determinar objetivos que não sejam os da maximização do valor ao acionista.

As análises de Shleifer e Vishny (1997), La Porta et al. (1998) e La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1999) apontaram que a estrutura de propriedade pulverizada, como a sugerida por Berle e Means (1932) e Jensen e Meckling (1976), é um atributo raro, observado apenas em países como os Estados Unidos. Para esses autores, a maioria das empresas oriundas de outras economias, emergentes ou desenvolvidas, como Alemanha, Japão, França, Itália, Finlândia, Suécia e países da América Latina, Ásia Oriental e África, constitui-se de propriedade concentrada.

No Brasil, segundo apontam Correia, Amaral e Louvet (2011), predomina a estrutura de propriedade concentrada das empresas e, por isso, o principal conflito de agência acontece entre acionistas controladores e minoritários. Tal conflito se intensifica pela separação entre os direitos de voto, direitos de controle e os direitos sobre o fluxo de caixa das empresas.

2.3.6 Proteção dos acionistas minoritários

Tida como um mecanismo externo de governança corporativa, a proteção dos direitos dos investidores tem como objetivo principal evitar que os executivos trabalhem para a maximização dos seus próprios interesses em detrimento dos investidores externos, na medida em que o ambiente legal limita a liberdade de ação dos agentes e concede o controle do seu comportamento. A proteção legal, na visão de La Porta et al. (1998, 2000b), compõe um mecanismo chave de governança corporativa, ao passo que impede a apropriação indevida de recursos, principalmente por parte dos acionistas controladores, isto é, quando há problemas de agência nas companhias. Ainda de acordo com os autores, a proteção legal traz o benefício de reduzir os custos de agência por parte das companhias e quando essa proteção não acontece, os investidores precisam incorrer em maior custo de controle.

No tocante aos principais direitos para a devida proteção aos acionistas minoritários, podem-se citar os direitos de participar de assembleias e de novas subscrições, de receber dividendos em datas pré-determinadas e de ter o mesmo direito que os controladores no tocante à venda da companhia, dentre outros (COFFEE, 1999).

La Porta et al. (1998, 2000b) analisaram os níveis de proteção legal aos acionistas minoritários em diferentes países. Para os autores, os diferentes níveis de proteção a esses investidores estão associados aos graus de concentração de propriedade das firmas, à política de dividendos praticada, ao desenvolvimento do mercado de capitais, bem como ao acesso da firma a diferentes fontes de financiamento externo. Ainda na visão dos autores, o conflito de interesses entre o controlador da firma e os demais acionistas minoritários deriva das diversas maneiras pelas quais o primeiro pode capturar os benefícios privados da firma. Na visão de Johnson et al. (2000), quando a proteção aos acionistas minoritários é baixa, a expropriação de benefícios privados pelo controlador é feita dentro da lei local, via transferência de recursos em transações com outras empresas do interesse do controlador, por exemplo.

Autores como Kang e Shivdasani (1995) e Yafeh e Yosha (2003) apontaram para a existência de benefícios privados de controle não acessíveis a pequenos acionistas, que seriam oriundos da alta concentração de propriedade, nas quais acionistas controladores poderiam ser movidos a intervir ativamente na definição de um sistema de governança corporativa que viabilize a manutenção de seus interesses.

Sobre esse aspecto, Dyck e Zingales (2004), corroborando os achados de Johnson et al. (2000), esclarecem que os conflitos de agência entre pequenos e grandes acionistas levariam ao “efeito expropriação”, no qual os acionistas controladores poderiam utilizar-se de sua posição para ocasionar prejuízo aos acionistas minoritários. Na visão de Bozec e Bozec (2007) e Renders e Gaeremynck (2012), um frágil sistema de governança corporativa favorece a ocorrência desse tipo de efeito, que só interessa aos acionistas controladores.

Diferentemente dos países em que há grande dispersão do capital e muitos acionistas, no Brasil, o principal conflito de agência acontece não entre administradores e proprietários, mas entre os acionistas majoritários e acionistas minoritários, que não detêm o mesmo poder de decisão. Apesar disso, vale ressaltar que as companhias brasileiras podem, de acordo com a Lei nº 6.404, de 1976 e por meio de seus estatutos, elevar seus respectivos níveis de proteção dos acionistas minoritários, ao concederem a participação desses investidores na tomada de decisões importantes, como a incorporação, a cisão e a fusão da companhia (CORREIA; AMARAL; LOUVET, 2011).

As evidências empíricas, tanto em estudos internacionais como os de Kang e Shivdasani (1995), La Porta et al. (1998, 2000b), Weisbach (2002) e Doidge et al. (2006), quanto nacionais, a exemplos de Correia, Amaral e Louvet (2011), Caixe e Krauter (2014) e Brandão e Crisóstomo (2015), salientam que a proteção dos direitos dos investidores, principalmente dos acionistas minoritários, é um importante mecanismo de governança corporativa.

2.3.7 O monitoramento pelo mercado

O monitoramento pelo mercado é um mecanismo de governança fundamentado na lógica de que os mercados trabalham, em parte, para disciplinar os gestores e os conselhos administrativos. Empregado quando o valor de mercado da firma está muito distante do valor que ela realmente deveria ter, o monitoramento ocorre em transações de fusões e aquisições, mais especificamente em ofertas hostis, em que a empresa que está investindo na compra de uma empresa alvo faz uma oferta aos acionistas para adquirir seu controle. Caso haja sucesso na transação, a investidora assume o controle da investida e, provavelmente, substitui o gestor (DENIS; MCCONNELL, 2003).

Na visão de Hart (1995), uma aquisição hostil é um mecanismo eficaz para disciplinar os gestores, uma vez que possibilita que um indivíduo, ao identificar uma empresa com uma

performance inferior à sua real capacidade, obtenha um prêmio ao reestruturá-la. Dessa forma, a ameaça de possíveis aquisições atua como um fator motivador para que os executivos gerenciem os ativos da empresa de acordo com os interesses dos acionistas em detrimento do seu próprio. Dessa maneira, em face da ocorrência de aquisições, as chances de perda do seu cargo e danos à sua reputação gerencial são menores (AGUILERA et al., 2015).

2.3.8 Auditoria

A auditoria tem como finalidade a concessão de uma opinião de um especialista externo acerca da veracidade das demonstrações financeiras da firma, apontando que elas são livres de distorções relevantes, seja por erro ou fraude e são elaboradas de acordo com as normas de contabilidade vigentes. Ao emitir esse parecer, os auditores elevam o grau de confiança dos usuários nas informações contábeis e amenizam o problema da expropriação dos recursos dos acionistas minoritários, pelo controlador, funcionando, nesse sentido, como um importante mecanismo de governança corporativa (DESENDER et al., 2013).

Almeida (1996) aponta que a auditoria emergiu com a evolução do sistema capitalista e a necessidade das companhias de obterem capital externo para financiar seus investimentos. Uma vez que os investidores carecem de informações fidedignas acerca da situação patrimonial e financeira das empresas, a auditoria surge como uma medida de segurança contra a possibilidade de manipulação de informações apresentadas nas demonstrações contábeis. Boyton, Johnson e Kell (2002) corroboram as conclusões de Almeida (1996) e dissertam sobre os benefícios econômicos da auditoria, tal como o acesso ao mercado de capitais, o menor custo de capital ocasionado pela redução do risco da informação e da consequente redução das taxas de juros, bem como a dissuasão da ineficiência e de fraudes. No intuito de reduzir ainda mais a possibilidade de fraudes, no Brasil, a CVM estabeleceu como norma a troca do auditor entre cinco e 10 anos, como forma de maior proteção aos acionistas minoritários.

2.3.9 Agência de rating

O *rating* é um sistema de nivelamento de risco em que uma agência classificadora atribui uma nota a projetos, bancos, governos e empresas de modo geral. Para formar esse *rating*, as agências realizam análises acerca do ambiente macroeconômico em que as organizações estão

inseridas, características do negócio, setor de atuação, bem como uma análise fundamentalista sobre os aspectos financeiros e de governança corporativa. De posse das análises, o *rating* é publicado em uma escala que vai desde a nota mais baixa (D) a mais alta (AAA) e representa a capacidade e a disposição da organização em honrar suas obrigações com os credores. A S&P Global, a Fitch Ratings e a Moody's são as três principais agências globais de *ratings* (DAINES; GOW; LARCKER, 2010).

Destarte, as agências de *ratings* operam como um mecanismo externo de governança corporativa, uma vez que reduzem a assimetria informacional entre agente e principal. Estudos como os de Daines, Gow e Larcker (2010), Wiersema e Zhang (2011) e Chen e Crossland (2014), dentre outros, têm apresentado evidências de que a redução da assimetria informacional entre agente e principal via *ratings* eleva a pressão sobre o conselho de administração e exerce influência sobre as empresas para alterar condutas de governança corporativa.

2.3.10 Sistema legal

Também tido como um mecanismo externo de governança, o sistema legal compõe-se dos processos e estruturas empregados pela justiça e órgãos reguladores para assegurar o cumprimento da legislação. São princípios e normas estabelecidos pelas instituições governamentais, bolsas de valores, sociedade e pelos mais variados grupos de interesse (AGUILERA et al., 2015).

Na visão de Aguilera et al. (2015) e Armitage et al. (2017), o sistema legal é um mecanismo fundamental, uma vez que estabelece toda a estrutura das firmas, seja por meio de direitos, seja mediante a atribuição de responsabilidades de todas as partes envolvidas nas organizações. Ainda na visão desses autores, o sistema legal estabelece todo o funcionamento das companhias por meio de regras de liquidação e falência, estabelecimento das partes interessadas, formas de distribuição de recursos e incorporações, dentre outros aspectos. Nesse sentido, o sistema legal molda toda proteção dos investidores, bem como grande parte das dimensões da governança corporativa das firmas (LA PORTA et al., 2000b).

2.3.11 Mídia

Assim como o sistema legal, a mídia atua como um mecanismo externo de governança

corporativa. Na visão de autores como Miller (2006) e Bednar (2012), a mídia é capaz de exercer funções de controle e monitoramento, atuando frequentemente como um “fiscal” das empresas, influenciando suas ações e fazendo com que busquem por melhores práticas de governança corporativa.

Nesse cenário, Deephouse (2000) aponta que a mídia pode ser considerada um recurso estratégico, podendo elevar até mesmo o desempenho de certas empresas. Isso ocorre porque as avaliações e as notícias publicadas pela mídia podem influenciar consideravelmente as decisões acerca da alocação de recursos, além de reduzir a assimetria informacional e elevar as preocupações dos gestores com sua riqueza e reputação pessoal (BEDNAR; BOIVIE; PRINCE, 2013, DAI; PARWADA; ZHANG, 2015). Ao elevar a preocupação dos gestores sobre o seu desempenho e reputação, a mídia auxilia na redução dos conflitos de agência, contribuindo, dessa forma, para as melhores práticas de governança (LIU; MCCONNELL, 2013).

2.4 Teoria de Agência

De acordo com Berle e Means (1932), após a I Guerra Mundial, a separação entre propriedade e controle já era observada nas empresas estadunidenses e, aos poucos, tornou-se um aspecto comum entre empresas de outras nacionalidades. Outrossim, com a abertura de capital nas bolsas de valores, essas empresas passam a ter diversos proprietários que, em sua maioria, salvo o acionista majoritário, não impactam diretamente as decisões. Para Fama e Jensen (1983a), a separação entre a propriedade (exposição ao risco) e o controle (tomada de decisão) ocorre em especial nas grandes empresas, em que os agentes responsáveis pela tomada de decisão, supostamente, não terão sua riqueza afetada significativamente pela decisão tomada. Dessa forma, para que haja a separação entre propriedade e controle, os custos de monitoramento dos agentes que tomam a decisão devem ser inferiores aos benefícios gerados por eles.

Neste cenário de separação entre propriedade e controle emerge a teoria da agência, que trata dos conflitos de interesse entre principal (proprietários) e agente (administradores) (JENSEN; MECKLING, 1976, FAMA; JENSEN, 1983a), bem como entre acionistas minoritários e majoritários, em mercados com alta concentração de propriedade, como o brasileiro (LEAL; CARVALHAL-DA-SILVA; VALADARES, 2002, SILVEIRA et al., 2004, CORREIA; AMARAL; LOUVET, 2011). Esses conflitos ocorrem uma vez que as partes visam maximizar

seus próprios benefícios (EISENHARDT, 1989).

Um dos elementos fundamentais da teoria da agência é a suposição de que existem divergências de interesses entre o principal e o agente, uma vez que eles têm diferentes funções de utilidade. À vista disso, espera-se que as decisões dos agentes sejam onerosas para o principal (JENSEN; MECKLING, 1976). Em trabalho seminal acerca do tema, Jensen e Meckling (1976) examinam os custos em que os proprietários incorrem para proteger seus interesses junto à firma. Sob a perspectiva dos autores, o principal, visando reduzir os conflitos de agência, pode estabelecer incentivos ao agente e, até mesmo, realizar atividades de monitoramento. Apesar disso, seria improvável garantir que o agente sempre tomará as decisões visando maximizar a riqueza do principal, sem que, para isso, incorram em custos para ambas as partes. Esses custos, chamados pelos autores de custos de monitoramento e comprometimento (*bonding costs*), ou custos de agência, poderão ser monetários ou não, mas sempre provocarão divergências entre agente e principal.

Ao apresentarem as bases da teoria da agência, Jensen e Meckling (1976) argumentam que, para reduzir as divergências em relação aos seus interesses, o principal pode estabelecer incentivos adequados para que o agente busque a maximização da riqueza dos acionistas e aja de acordo com seus interesses. Jensen (1994) complementa apontando que a hipótese central da teoria da agência é a de que indivíduos racionais, que procuram atingir seus próprios objetivos, carecem sempre de incentivos para reduzir ou controlar os conflitos de interesse. Desse modo, a redução dos conflitos de agência compreende uma importante condição para a sobrevivência e o crescimento de diversos tipos de empresas (FAMA; JENSEN, 1983b).

Na visão de Eisenhardt (1989), a teoria de agência pode ser desdobrada em duas linhas de pensamento que são (i) a teoria positivista da agência e (ii) a pesquisa da relação agente-principal. Na teoria positivista da agência, a preocupação é identificar as situações em que ocorrem os conflitos de agência, resultado da delegação de poder de tomar decisões do principal ao agente. Assim, seguindo esta linha de pensamento, o objetivo é conhecer as situações em que ocorrem os problemas de agência e estabelecer quais mecanismos de governança corporativa deveriam ser empregados para limitar as decisões do gestor que visam seu próprio benefício, em detrimento da riqueza do principal.

A segunda linha de pensamento, a pesquisa da relação agente-principal, se concentra em determinar a composição de um contrato ótimo que norteie a relação agente-principal, a fim de

que se reduzam as dificuldades e os custos de monitoramento do trabalho do agente por parte do principal (EISEHHARDT, 1989). Ainda sob a perspectiva de Eisenhardt (1989), as decisões do agente são, muitas vezes, influenciadas pelo risco que ele estará assumindo. Diferentemente do principal, que pode diversificar seus investimentos, o agente não pode diversificar seu emprego e, por esse motivo, tende a ser mais avesso ao risco do que o principal. Entretanto, os contratos que abarcam a relação agente-principal são concebidos pela ótica do principal, sendo considerado um contrato ótimo aquele que apresenta o melhor resultado para o principal, em oposição a um que maximize a utilidade das partes envolvidas (BERGEN; DUTTA; WALKER JR., 1992).

De acordo com Bergen, Dutta e Walker Jr. (1992), há, essencialmente, dois tipos de conflitos de agência que afetam o principal. O primeiro, o conflito pré-contratual, se origina antes da contratação do agente, no momento em que devem ser identificadas quais as características um agente precisa ter para que seja do interesse do principal. O segundo, o conflito pós-contratual, acontece após o estabelecimento da relação principal-agente, em que o principal deve avaliar e remunerar a performance do agente para que ele se mantenha motivado e em linha com os objetivos do principal. Na literatura, esses conflitos são conhecidos por seleção adversa (AKERLOF, 1970) e risco moral (JENSEN; MECKLING, 1986), respectivamente.

Por causa do desalinhamento de interesses entre as partes, a presença de conflitos de agência pode impactar no resultado das empresas. Chang, Chou e Huang (2014), por exemplo, estudaram, considerando as práticas de governança corporativa, o impacto causado pelo conflito entre administradores e acionistas no nível de endividamento das empresas. Em seus achados, os autores encontraram evidências de que as empresas com baixa qualidade de governança corporativa, tanto as que estavam subalavancadas quanto aquelas que estavam sobrealavancadas, ajustaram o nível de dívida de forma lenta em direção ao estabelecido pela empresa. Ademais, os autores observaram que os conflitos de agência não se limitam às relações entre acionistas e administradores, podendo existir também entre administração e credores, entre os próprios funcionários da empresa, acionistas majoritários e minoritários, administração e governo, entre outros.

Sob a perspectiva da teoria da agência, diversos estudiosos têm analisado quais mecanismos de governança mais impactam a redução dos conflitos de agência. Fama e Jensen (1983b), Khongmalai e Distanont (2017) e Bhat et al. (2018), por exemplo, apontam para os conselhos de administração como sendo o mecanismo de governança corporativa mais importante para as

empresas, ao desempenharem um papel imprescindível na prevenção de decisões que não estão alinhadas com os interesses do principal. Para Bhat et al. (2018), os conselhos de administração que apresentem estrutura aprimorada e maior proporção de membros independentes podem desempenhar melhor monitoramento e, assim, reduzir os conflitos de agência.

Recentemente, Black et al. (2020) construíram, à luz da teoria da agência, índices de governança corporativa utilizando dados de empresas localizadas em mercados emergentes, como Brasil, Índia, Coréia do Sul e Turquia. Para tanto, os autores levaram em consideração mecanismos de governança corporativa, como estrutura do conselho, estrutura de propriedade, direitos dos acionistas, divulgações financeiras e controle de transações com partes relacionadas. Os resultados documentados pelos autores apontam que o conselho de administração (principalmente a independência do conselho) contribui para a redução dos conflitos de agência e tem impacto positivo no valor de mercado das empresas.

Expostos a definição e alguns estudos recentes e clássicos sobre a teoria da agência, cabe ressaltar que esta é a teoria predominante a subsidiar o presente estudo. O argumento principal para sua utilização é o de que a qualidade da estrutura de governança corporativa contribui para a redução dos conflitos de agência nas empresas e eleva a confiança dos agentes no mercado. Em outras palavras, boas práticas de governança fornecem aos *stakeholders* segurança de que seus interesses serão preservados. Tal argumento está fundamentado na base teórica erguida a partir dos trabalhos de Jensen e Meckling (1976), Fama e Jensen (1983a, 1983b) e Jensen (1993), dentre outros.

Apresentados os conceitos de governança corporativa, seus mecanismos e a teoria da agência, bases deste trabalho, os próximos capítulos são dedicados à apresentação dos artigos elaborados com vistas a atingir os objetivos específicos aqui estabelecidos.

3 20 ANOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL¹

Quem possui a faculdade de ver a beleza não envelhece.

(Franz Kafka – Metamorfose)

O objetivo com a realização do presente estudo foi o de analisar o perfil das publicações acerca da governança corporativa nos periódicos brasileiros classificados no Qualis Capes de administração (quadriênio 2013–2016) como A2 e B1, nos anos de 2000 a 2020. Foram realizadas análise bibliométrica e revisão sistemática de literatura em 457 artigos publicados em 22 periódicos. Os resultados apontaram que os estudos a respeito da governança corporativa no Brasil estão em expansão desde o início da década de 2000 e são, sobretudo, realizados em parceria entre pesquisadores oriundos de universidades públicas. Destacaram-se o periódico Contabilidade, Gestão e Governança, como um importante meio de divulgação científica sobre o tema e a Universidade de São Paulo (USP), como o principal centro de pesquisa em governança no país. No que tange às pesquisas empíricas, observou-se predomínio da utilização dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da B3 como *proxy* de boas práticas de governança. Este estudo contribui para o melhor entendimento e compreensão do conhecimento sobre a Governança Corporativa, sob a ótica das publicações dos periódicos nacionais de maior impacto, principalmente para futuros pesquisadores. Ademais, favorece, também, o surgimento e o aperfeiçoamento de grupos de pesquisa sobre o tema, principalmente aqueles voltados para a criação de métricas de qualidade de governança.

3.1 Introdução

A governança corporativa é tema de recentes discussões na academia e nas organizações (BEBCHUK; WEISBACH, 2010, MOMOT; FILONYCH, 2021). Claessens e Yurtoglu (2013) apontam que, há cerca de vinte ou trinta anos, a governança não recebia muita atenção, mas se

¹ * RIBEIRO, J. E.; SOUZA, A. A. 20 Anos de Governança Corporativa no Brasil. In: XXII USP International Conference in Accounting, São Paulo. *Anais do XXII USP International Conference in Accounting*, 2022.

** RIBEIRO, J. E.; SOUZA, A. A. 20 Anos de Governança Corporativa no Brasil. *Revista de Administração da Unimep*, v. 19, n. 13, p. 156 – 180, 2022.

tornou temática relevante nas discussões acadêmicas, bem como objeto de políticas de regulação. Estudos como os de Holmstrom e Kaplan (2001), Chhaochharia e Laeven (2009), Christopher (2010) e Aguilera et al. (2015) indicam que as diversas aquisições e reestruturações das empresas na década de 1980, a criação de mecanismos de proteção às aquisições hostis, as crises financeiras da década de 1990, bem como os escândalos corporativos dos anos 2000 (Enron e WorldCom, por exemplo), instigaram as discussões a respeito da governança corporativa.

Essa popularização do tema expressou a necessidade e a relevância de sistemas de incentivos e de aprimoramento de mecanismos de monitoramento dos agentes e das organizações que resultaram em regras mais rígidas no que concerne à auditoria independente, à confiabilidade das informações publicadas pelas empresas, ao controle de propriedade, dentre outros mecanismos. (CLAESSENS; YURTOGLU, 2013). O aprimoramento desses mecanismos levou a um crescimento no número de pesquisas empíricas sobre a governança corporativa, principalmente no intuito de se elaborar *proxies* que fossem capazes de aferir a qualidade da governança e seu impacto nas empresas (BEBCHUK; WEISBACH, 2010, FILATOTCHEV; JACKSON; NAKAJIMA, 2013).

No Brasil, estudos como os de Carvalhal-da-Silva e Leal (2005), Silveira (2004), Correia, Amaral e Louvet (2011), Santos (2018)) e Ribeiro e Souza (2023) foram desenvolvidos com este objetivo. Ademais, as empresas brasileiras têm sido incentivadas a buscarem medidas que possam reduzir os conflitos de agência (JENSEN; MECKLING, 1976) e aumentar a transparência das decisões diante dos investidores. No ano de 2000, por exemplo, a Brasil Bolsa Balcão (B3) criou os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC), que são segmentos especiais de listagem desenvolvidos para proporcionar um ambiente de negociação que estimula o interesse dos investidores e a valorização das companhias.

Em razão da evolução da governança corporativa e das pesquisas acerca do tema, torna-se pertinente refletir sobre o seguinte questionamento: como a academia tem abordado a governança corporativa em produções científicas brasileiras? Devido à complexidade de se abordar todos os grupos de pesquisa, bem como todas as produções científicas brasileiras, faz-se necessária uma forma alternativa de investigá-la, como o produto final da pesquisa científica, isto é, os periódicos acadêmicos, que envolvem, em um só escopo, os aspectos teóricos e empíricos que a governança corporativa demanda.

Com base nesse pressuposto, definiu-se como objetivo deste trabalho a análise do perfil das publicações acerca da governança corporativa nos periódicos brasileiros classificados no Qualis Capes de administração (Quadriênio 2013-2016) como A2 e B1, nos anos de 2000 a 2020. Especificamente, neste trabalho faz-se uma análise da evolução das publicações ao longo do período estudado e identificam-se os periódicos que mais publicaram estudos sobre o tema, os principais centros de pesquisa, os autores mais prolíferos e, principalmente, as *proxies* de governança corporativa mais utilizadas nas pesquisas empíricas nacionais. Optou-se pelos estratos A2 e B1 de classificação da Capes, uma vez que eles representam o estágio mais elevado da produção científica nacional, impactando em sua qualidade na academia (NASCIMENTO; BEUREN, 2011).

Para atingir tal objetivo, empregaram-se dois métodos de pesquisa complementares, sendo uma bibliometria e uma revisão sistemática de literatura. Para Leite Filho (2020), os estudos bibliométricos têm potencial de oferecer contribuições complementares relevantes para o desenvolvimento intelectual da sociedade, de forma a instigar discussões, evidências, modismos e padrões que colaborem com o desenvolvimento do tema estudado. Já para Thorpe et al. (2005), a revisão sistemática apresenta alto rigor científico e tem como objetivo reduzir o viés da literatura por meio de um levantamento exaustivo de textos publicados acerca de determinado tema que se pretende analisar.

Efetivamente, há diversos estudos bibliométricos nacionais sobre a temática da governança corporativa, tais como os de Souza e Borba (2007), Duarte, Cardozo e Vicente (2012), Ribeiro et al. (2014), Ribeiro e Santos (2015), Machado Júnior et al. (2015) e Kreuzberg e Vicente (2019). Entretanto, tais estudos não englobam um horizonte temporal tão extenso, tampouco abordam as *proxies* de governança corporativa criadas para as empresas brasileiras. Para que haja um avanço nas pesquisas sobre governança corporativa no Brasil é importante conhecer a maneira como esse fenômeno tem sido aferido, principalmente quando há críticas com relação à elaboração dessas *proxies* (ver Bricley e Zimmerman (2010), por exemplo). Essa lacuna, portanto, justifica a importância deste estudo para a academia.

Outra justificativa para a realização deste estudo é a atualização das pesquisas sobre governança corporativa no Brasil, o que já é esperado nas pesquisas bibliométricas (RIBEIRO; SANTOS, 2015), além do crescente interesse nessa temática por diferentes áreas, como gestão estratégica, economia, finanças e contabilidade (BEBCHUK; WEISBACH, 2010). Larcker, Richardson e Tuna (2007), por exemplo, ressaltam que dificilmente encontram-se situações em que a

governança corporativa não seja importante para o gerenciamento e o desempenho organizacional. Ademais, procura-se, com esta pesquisa, apresentar críticas e oportunidades metodológicas para as futuras investigações.

3.2 Revisão da Literatura

3.2.1 Governança corporativa

Na década de 1930, Berle e Means (1932) abriram a discussão a respeito da separação entre controle e propriedade das organizações e, na visão desses autores, essa separação poderia ampliar os conflitos de interesses dentro dessas organizações. Adiante, Jensen e Meckling (1976) denominaram esses conflitos de interesses de conflitos de agência, iniciando, assim, a teoria da agência, que expõe a relação de agência que ocorre quando o agente (gestores) age por interesse próprio, esquivando-se da obrigação de atendimento aos interesses do principal (proprietários) (PANDA; LEEPSA, 2017). A governança corporativa busca justamente resolver esses conflitos de agência decorrentes da separação entre propriedade e gestão e, à vista disso, as práticas de governança corporativa exercem a atribuição de instigar os gestores a tomarem decisões alinhadas aos interesses dos acionistas (AWAN; AKHTAR, 2014).

Shleifer e Vishny (1997) definem a governança corporativa como instrumentos mediante os quais os fornecedores de capital das empresas se sentem mais seguros com relação ao retorno sobre seus investimentos. À medida que as empresas buscam por inovações que permitam a conquista de lucros anormais, aumenta também a procura por melhores níveis de governança corporativa (JENSEN, 1993). A fim de que os investidores forneçam capital às empresas, estas precisam operar de forma honesta e eficiente (MORCK; STEIER, 2005). De acordo com o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa - IBCG (2018), os investidores estarão dispostos a pagar mais por empresas que adotam boas práticas de governança corporativa, caso tais práticas não apenas favoreçam os interesses de seus proprietários, mas também a longevidade das empresas.

A adoção de boas de práticas de governança pode reduzir os conflitos de agência, uma vez que aquelas têm a capacidade de alinhar as expectativas do principal à tomada de decisão pelo gestor por meio do monitoramento, da direção e do incentivo (AL-NAJJAR; AL-NAJJAR, 2017),

abarcando os relacionamentos entre conselho de administração, sócios, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e demais *stakeholders* (IBCG, 2018). Portanto, a qualidade da governança corporativa inclui inúmeras estruturas de supervisão e controle, como características do conselho de administração, estrutura de propriedade, remuneração dos diretores, dentre outros.

Esses conceitos complementam a afirmação de Hart (1995) que aponta a governança como um mecanismo que assegura a eficácia na tomada de decisão que não foram inicialmente previstas no contrato inicial. Nesse contexto, Altman e Hotchkiss (2010), bem como Karamzede (2013), salientam que boas práticas de governança corporativa podem estimular a continuidade das empresas, ao passo que companhias com ausência delas estarão propensas a ter dificuldades financeiras.

3.2.2 Pesquisas bibliométricas sobre governança corporativa

A bibliometria é um método de pesquisa estatístico (quantitativo) que tem como objetivo analisar as características de documentos escritos, como artigos, relatos técnicos, livros e relatórios, dentre outros (SHILBURY, 2011). De acordo com Ferreira et al. (2014), os estudos bibliométricos, em essência, buscam examinar a literatura existente a fim de identificar a evolução intelectual de um campo, a produção científica sobre um tema, os autores e as instituições mais prolíficas, bem como os periódicos mais importantes sobre o tema.

Diante da evolução das pesquisas sobre governança corporativa e seus mecanismos, alguns estudos bibliométricos foram realizados a fim de apontarem o perfil dessas pesquisas. Souza e Borba (2007), por exemplo, analisaram artigos internacionais em que se discutiam políticas de remuneração dos executivos. Os autores pesquisaram no Portal Capes por estudos publicados em língua inglesa até julho de 2006 e que continham os termos *governance* e *compensation* em seus resumos. Como resultados, os autores destacaram 2005 como o ano com a maior quantidade de artigos publicados, enquanto nos anos anteriores as publicações foram dispersas. O assunto mais debatido nos estudos avaliados foi a remuneração do executivo principal e, quanto aos países focados nas pesquisas, o destaque foi dado aos do continente americano, o qual totalizou 66% da amostra de artigos empíricos.

Por sua vez, Duarte, Cardozo e Vicente (2012) se concentraram em identificar o perfil das produções científicas sobre governança corporativa nos artigos apresentados nos principais

congressos brasileiros da área de Contabilidade entre os anos de 2000 e 2009. Os pesquisadores analisaram os 60 artigos encontrados, realçando Oliveira, Beuren e Rogers como os autores mais prolíficos e a Universidade de São Paulo (USP) e a Universidade de Fortaleza (Unifor) como os centros de estudos de destaque. Já Ribeiro et al. (2014) investigaram a produção científica acerca da governança corporativa em periódicos internacionais, no período de 1990 a 2011, analisando 286 artigos e demonstrando que houve um crescimento dos trabalhos a partir de 2003. Ademais, os resultados evidenciaram que Jensen e Meckling, e Donaldson e Preston eram os pesquisadores mais citados.

Por outro lado, Ribeiro e Santos (2015) analisaram o perfil e a evolução do tema governança corporativa nos periódicos nacionais classificados no Qualis Capes como A1, A2, B1 e B2 (triênio 2010-2012), durante o período de 1999 a 2013. Os autores identificaram 319 artigos e uma evolução do tema a partir do ano de 2002. A Revista de Administração da USP foi a que mais publicou artigos sobre o tema e houve predominância de publicações em parceria, em especial com dois e três autores. Ademais, evidenciaram Alexandre Di Miceli da Silveira como o autor mais profícuo e a Universidade de São Paulo como o centro de pesquisa que mais publicou estudos sobre governança.

Assim como Ribeiro e Santos (2015), Machado Júnior et al. (2015) também analisaram o perfil das pesquisas sobre governança corporativa no Brasil. Para tanto, os autores pesquisaram 193 artigos publicados entre os anos de 2002 e 2014 e disponíveis nas bases Redalyc, SciELO e SPELL. Os resultados obtidos evidenciaram que Hudson Fernandes Amaral, Ricardo Pereira Câmara Leal, Alexandre Di Miceli da Silveira, Rubens Famá e Richard Saito eram os autores mais prolíferos. Quanto aos periódicos, a Revista Contabilidade e Finanças USP e a Revista de Administração da USP (RAUSP) foram as que mais publicaram estudos sobre o tema.

Recentemente, Kreuzberg e Vicente (2019) analisaram uma amostra de 31 artigos teóricos e 59 artigos empíricos coletados nas bases de dados EBSCO, Emerald Group Publishing, ISI Web of Knowledge, ProQuest, Science Direct, Scopus e Wiley Online Library para busca da literatura internacional, e a biblioteca eletrônica SPELL para busca nacional. Como principais resultados os autores identificaram a Teoria da Agência como a teoria predominante nos estudos sobre governança, embora tenham apontado oportunidades de pesquisas que interligam a Teoria da Agência, a Teoria dos *Stakeholders* e a *Stewardship* e Dependência de Recursos. Braga et al. (2020) buscaram, por meio de uma bibliometria, analisar o perfil dos estudos sobre governança corporativa e a assimetria informacional no período de 2000 a 2019. A base de

dados selecionada foi a *Web of Science* e o resultado do trabalho, em que foram analisados 401 estudos publicados em diversos países, apontou para um aumento das pesquisas sobre governança e assimetria informacional, principalmente entre os anos de 2014 e 2019, quando houve um grande crescimento nos artigos publicados.

Por fim, Bronstein (2020) realizou uma bibliometria sobre Teoria da Agência, Governança Corporativa e Teoria dos *Stakeholders*, com o objetivo de compreender a forma como estes temas são abordados no meio acadêmico. A autora fez um levantamento em periódicos nacionais e internacionais disponíveis para consulta aberta no Portal Capes e, ao todo, foram analisados 90 artigos sobre governança corporativa. Entre os resultados, destaca-se que aproximadamente 16% dos autores haviam feito mais de uma publicação, enquanto 84% publicaram apenas um artigo sobre governança. Ademais, a autora elencou os periódicos Contabilidade Vista & Revista, Revista Brasileira de Gestão de Negócios e Revista de Administração Contemporânea como aqueles que mais publicaram artigos acerca da governança corporativa no Brasil.

Nos estudos citados analisa-se o perfil das pesquisas sobre governança corporativa em diferentes períodos de tempo e em diferentes bases de dados. No entanto, nenhum deles integrou um período de tempo tão longo, tampouco contemplou os periódicos de maior impacto na literatura científica nacional sobre gestão. Ademais, o presente trabalho avança em sua contribuição ao se propor a analisar a utilização das *proxies* de governança corporativa no Brasil, preenchendo uma lacuna deixada pelos trabalhos anteriores.

3.3 Procedimentos Metodológicos

Este estudo foi realizado com o objetivo de analisar o perfil das publicações sobre governança corporativa nos periódicos brasileiros classificados no Qualis Capes de administração (Quadriênio 2013-2016) como A2 e B1, nos anos de 2000 a 2020. Em específico, analisou-se a evolução das publicações ao longo do período estudado, identificando-se os periódicos que mais publicaram estudos sobre o tema, os principais centros de pesquisa, os autores mais prolíferos e, principalmente, as *proxies* de governança corporativa mais utilizadas nas pesquisas empíricas nacionais. A seleção de artigos publicados em periódicos classificados pela Capes como A2 e B1 (Quadriênio 2013-2016) se deu por representarem o estágio mais elevado da

produção científica nacional, impactando em sua qualidade na academia (NASCIMENTO; BEUREN, 2011).

Para atingir este objetivo valeu-se de uma bibliometria (LEITE FILHO, 2020), bem como de uma revisão sistemática de literatura (RSL) (THORPE et al., 2005). De acordo com Machado Junior et al. (2016), a bibliometria está estruturada em três leis que são Lei de Bradford, (produtividade de periódicos), Lei de Lotka (produtividade científica de autores) e Leis de Zipf (frequência de palavras). Neste estudo utilizaram-se as leis de Bradford e de Lotka.

Na primeira etapa da pesquisa, identificaram-se os periódicos classificados como A2 e B1 na área Administração Pública e de Empresas, Contabilidade e Turismo no Qualis Capes (Quadriênio 2013-2016), por meio de busca realizada no portal Plataforma Sucupira. Após o levantamento dos periódicos, foram analisados o foco e o escopo de cada um, com vistas a selecionar aqueles que aceitam artigos na área de Contabilidade Gerencial, Mercado de Capitais e Administração Financeira, dentre outras áreas correlatas.

A segunda etapa deste estudo compreendeu a busca por artigos que abordassem o tema da governança corporativa e se deu exclusivamente via *web*, por meio da inserção dos termos-chave “governança corporativa” e “*corporate governance*” nos buscadores dos portais de cada um dos periódicos. Para a seleção dos estudos analisados, optou-se por aqueles que apresentassem os termos-chave no título, no resumo e/ou nas palavras-chave. Nesta etapa, foi obtida uma amostra contendo 457 artigos obtidos em 22 periódicos analisados. Na Tabela 1 estão listados os periódicos, dos quais 10 são classificados como A2 e os outros 12 como B1, bem como o respectivo número de artigos analisados.

Tabela 1 – Amostra

Periódico	Qualis Capes	Artigos (n.º)
Revista Contabilidade & Finanças (RC&F)	A2	39
Revista Contemporânea de Contabilidade (RCC)	A2	37
Contabilidade Vista & Revista (CVR)	A2	30
Revista de Administração Contemporânea (RAC)	A2	29
Revista de Administração de Empresas (RAE)	A2	23
Revista de Contabilidade e Organizações (RCO)	A2	23
Revista Universo Contábil (RUC)	A2	22
Brazilian Business Review (BBR)	A2	20
Brazilian Administration Review (BAR)	A2	19
Revista Brasileira de Gestão de Negócios (RBGN)	A2	17

Revista de Administração da USP (RAUSP)	A2	13
Contabilidade, Gestão e Governança (CGG)	B1	42
Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos (BASE)	B1	35
Revista de Administração Mackenzie (RAM)	B1	24
Revista de Gestão (REGGE)	B1	23
Revista de Administração da UFSM (ReAUFSM)	B1	16
Revista Brasileira de Finanças (RBFIn)	B1	15
Revista Eletrônica de Administração (REAd)	B1	9
Revista de Ciências da Administração (RCA)	B1	9
Revista Eletrônica de Ciência Administrativa (RECADM)	B1	6
Revista Contemporânea de Economia e Gestão (Contextus)	B1	3
Revista de Administração e Inovação (RAI)	B1	3
Total		457

Fonte: Elaborada pelo autor.

De posse da amostra, partiu-se para a terceira etapa (análise bibliométrica), em que se abordaram os periódicos que mais publicaram estudos sobre governança corporativa, os principais centros de pesquisa e os autores mais prolíferos. Por fim, na quarta e última etapa realizou-se a RSL com vistas a apontar as principais *proxies* utilizadas para aferir a qualidade da governança corporativa das empresas brasileiras e suas características.

3.4 Apresentação e Análise dos Resultados

Na Tabela 2 apresenta-se o número de estudos obtidos por periódico e por ano sobre o tema governança corporativa. Nos anos de 2000 e 2001 nenhum estudo foi publicado nos periódicos da amostra. Em 2002, primeiro ano em que houve publicação sobre governança nos periódicos analisados, foram publicados dois estudos, ambos pela Revista de Administração Contemporânea (RAC). Tal resultado corrobora os achados de Souza e Borba (2007) e Ribeiro e Santos (2015). Souza e Borba (2007) apontaram que, antes de 2005, as publicações de artigos sobre governança eram dispersas. Já Ribeiro e Santos (2015) evidenciaram que houve uma evolução do tema a partir do ano de 2002.

Dentre os periódicos que mais publicaram estudos acerca da governança, destacou-se o Contabilidade, Gestão e Governança (CGG), responsável por 9,2% de todas as publicações encontradas. A Revista Contabilidade & Finanças (RC&F), a Revista Contemporânea de

Contabilidade (RCC), a Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos (BASE) e a Contabilidade Vista & Revista também se destacaram, ao publicarem mais de 30 estudos cada uma, em todo o período analisado. A Contextus – Revista Contemporânea de Economia e Gestão e a Revista de Administração e Inovação (RAI) foram os periódicos com o menor número de publicações no período (três artigos cada).

Tabela 2 – Número de artigos sobre governança corporativa publicados pelos principais periódicos nacionais, 2002-2020

Periódico	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	n.º	%
CGG	0	0	0	0	0	1	0	0	1	2	2	4	3	6	4	4	6	4	5	42	9,2
RC&F	0	0	2	1	5	2	0	2	3	2	3	3	3	3	2	6	1	1	0	39	8,5
RCC	0	0	0	0	1	1	2	0	2	2	1	2	4	2	2	6	4	2	6	37	8,1
BASE	0	0	0	0	0	5	1	2	5	1	2	4	4	1	2	2	1	3	2	35	7,7
CVR	0	0	0	0	1	1	2	4	4	4	2	2	1	2	1	3	3	0	0	30	6,6
RAC	2	2	0	0	1	1	1	0	2	1	1	3	0	0	0	3	2	8	2	29	6,3
RAM	0	0	0	0	2	0	0	1	1	1	1	2	1	1	3	4	1	0	6	24	5,3
RAE	0	1	0	1	0	0	3	1	0	0	1	1	1	2	4	3	1	0	4	23	5,0
RCO	0	0	0	0	0	1	4	1	0	1	1	3	5	2	1	0	2	1	1	23	5,0
REGE	0	0	0	2	6	1	2	0	2	0	0	1	2	4	2	1	0	0	0	23	5,0
RUC	0	0	0	0	0	0	1	1	1	2	2	1	1	3	2	3	2	3	0	22	4,8
BBR	0	0	0	1	1	0	0	2	0	1	3	2	4	3	0	1	0	1	1	20	4,4
BAR	0	0	0	0	0	0	2	0	2	2	1	1	1	2	3	2	0	2	1	19	4,2
RBGN	0	0	0	1	0	0	0	1	1	2	3	0	0	2	0	2	1	1	3	17	3,7
ReAUFMS	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	3	1	0	0	1	4	2	4	0	16	3,5
RBFIn	0	0	0	1	1	1	0	1	0	0	2	0	0	2	1	0	3	1	2	15	3,3
RAUSP	0	0	0	0	1	1	0	2	0	0	0	0	0	0	0	0	4	1	4	13	2,8
RCA	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	3	1	0	3	0	1	0	9	2,0
REAd	0	0	0	0	0	0	2	0	0	1	0	1	2	0	1	1	0	0	1	9	2,0
RECADM	0	0	1	0	0	2	0	0	0	0	0	0	2	0	0	1	0	0	0	6	1,3
Contextus	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	3	0	0	0	3	0,7
RAI	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	1	0	0	1	0	0	0	0	3	0,7
Total	2	3	3	7	19	17	21	19	24	22	28	33	37	36	30	52	33	33	38	457	100

Fonte: Elaborada pelo autor.

Esses resultados corroboram os achados de Ribeiro e Santos (2015) e Machado Júnior (2015), que destacaram a Revista Contabilidade & Finanças (RC&F) como um dos periódicos que mais publicaram estudos sobre governança. Apesar disso, e diferentemente dos autores supracitados,

aponta-se aqui o periódico Contabilidade, Gestão e Governança (CGG) como o mais prolífero do período, com 42 estudos publicados, caracterizando-se como um importante meio de divulgação científica sobre o tema.

Na Tabela 3 encontram-se os resultados obtidos por meio da análise da Lei de Bradford, que aponta o nível de importância dos periódicos acerca de uma determinada área ou tema (ACEDO; CASILLAS, 2005). Podem-se mencionar os periódicos Contabilidade, Gestão e Governança (CGG), Revista Contabilidade & Finanças (RC&F), Revista Contemporânea de Contabilidade (RCC) e Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos (BASE) como componentes do núcleo basilar de publicações sobre governança corporativa, uma vez que estes periódicos foram responsáveis pela publicação de mais de 1/3 dos artigos sobre o tema (SOUZA; RIBEIRO, 2013).

Tabela 3 – Lei de Bradford

Periódicos	Soma de artigos	N.º de periódicos	Periódicos (%)
CGG, RC&F, RCC e BASE	153	4	18,2%
CVR, RAC, RAM, ERA, RCO e REGE	152	6	27,3%
RUC, BBR, BAR, RBGN, ReAUFMS, RBFIn, RAUSP, RCA, REAd, RECADM, Contextus e RAI	152	12	54,5%
Total	457	22	100,0%

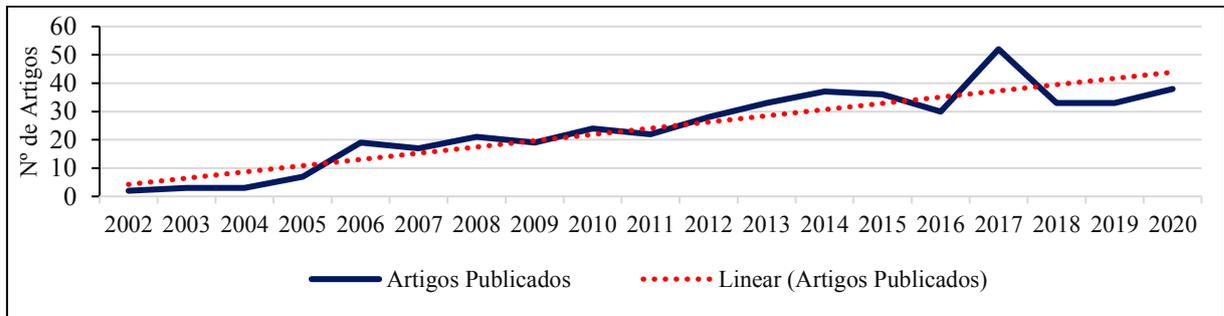
Fonte: Elaborada pelo autor.

Quanto à evolução das publicações, o gráfico da Figura 2 evidencia o número de artigos publicados sobre governança corporativa no Brasil. A principal constatação é a de uma tendência ascendente, desde o ano de 2002, nos periódicos analisados, corroborando os resultados de Souza e Borba (2007) e Ribeiro e Santos (2015). Nota-se que no ano de 2017 houve um pico nas publicações sobre o tema (52 artigos), que retornou, em 2018, à média de estudos publicados desde 2015 (33 artigos).

No que concerne à origem dos artigos, na Tabela 4 apresentam-se os 20 principais locais/universidades, aqui denominados centros de pesquisa sobre governança corporativa no Brasil. A contagem se deu via autoria e coautoria e, assim, em um artigo com cinco autores, por exemplo, foram identificados cinco centros de pesquisa ou um mesmo centro contado cinco vezes, quatro vezes e assim por diante. Com este procedimento, nos 457 artigos estudados,

foram relacionadas 1.318 autorias e coautorias, das quais 68,0% foram de pesquisadores oriundos dessas 20 principais instituições.

Figura 2 – Evolução das publicações sobre governança corporativa no período entre 2002 e 2020



Fonte: Elaborada pelo autor.

Tabela 4 – Principais centros de pesquisa brasileiros sobre governança corporativa

Universidades	n.º	%
Universidade de São Paulo (USP)	176	13,4%
Universidade Federal do Ceará (UFC)	102	7,7%
Universidade Regional de Blumenau (FURB)	92	7,0%
Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG)	49	3,7%
Fundação Getúlio Vargas (EAESP/FGV)	47	3,6%
Fucape Business School	46	3,5%
Universidade de Brasília (UNB)	42	3,2%
Universidade Federal de Uberlândia (UFU)	42	3,2%
Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC)	40	3,0%
Universidade Federal da Paraíba (UFPB)	34	2,6%
Universidade Federal do Paraná (UFPR)	32	2,4%
Universidade Comunitária da Região de Chapecó (Unochapecó)	29	2,2%
Universidade Federal do Espírito Santo (UFES)	25	1,9%
Universidade Federal de Pernambuco (UFPE)	23	1,7%
Universidade do Vale do Itajaí (Univali)	23	1,7%
Universidade Presbiteriana Mackenzie	21	1,6%
Universidade Nove de Julho (Uninove)	19	1,4%
Universidade do Vale do Rio dos Sinos (Unisinos)	18	1,4%
Universidade Federal de Santa Maria (UFSM)	18	1,4%
Universidade de Fortaleza (Unifor)	18	1,4%
Outros	422	32,0%
Total	1318	100,0%

Fonte: Elaborada pelo autor.

Conforme observado, dos 20 principais centros de pesquisa em governança corporativa identificados, 12 eram universidades públicas, as quais representaram 51,2% das autorias e coautorias. No que tange a estas instituições, a Universidade de São Paulo (USP) se destacou pelo maior número de autorias e coautorias (13,4%), seguida pela Universidade Federal do Ceará (UFC), com 7,7%; pela Universidade Regional de Blumenau (FURB), com 7% e pela Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG), com 3,7%. Este resultado corrobora os achados de Duarte, Cardozo e Vicente (2012) e de Ribeiro e Santos (2015) que apontaram a Universidade de São Paulo (USP) como o centro de estudo sobre governança corporativa de maior destaque.

Outras universidades públicas também surgiram na lista, como a Universidade de Brasília (UnB), a Universidade Federal de Uberlândia (UFU), a Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC), a Universidade Federal da Paraíba (UFPB) e a Universidade Federal do Paraná (UFPR).

No que diz respeito às universidades privadas, a Fundação Getúlio Vargas (EAESP/FGV) e a Fucape Business School foram as que mais se sobressaíram, com 3,6% e 3,5% de autorias e coautorias, respectivamente. Entre estes 20 principais centros de pesquisa apareceram, ainda, universidades comunitárias, como a Universidade Comunitária da Região de Chapecó (Unochapecó) e a Universidade do Vale do Itajaí (Univali), com 2,2% e 1,7% de autorias e coautorias, respectivamente.

Na análise da autoria e coautoria dos artigos, identificaram-se a quantidade de autores por artigo, o sexo e os autores que mais publicaram sobre o tema. Na Tabela 5 apresentam-se as características dos artigos (autores por artigo e sexo dos autores), observando-se que 18 deles foram publicados com apenas uma autoria. A quantidade de artigos com cinco e seis autores também foi pequena (16 e 3 artigos, respectivamente). Observou-se, assim, a predominância de publicações em parceria, em especial com dois, três e quatro autores (92%), o que vai ao encontro do que foi encontrado por Ribeiro e Santos (2015). Em adição, notou-se a predominância de artigos publicados por autores do gênero masculino (65,23%), em detrimento de autoras do sexo feminino (34,77%).

No que diz respeito à produtividade dos pesquisadores (Lei de Lotka), foram encontrados 903 diferentes autores/coautores responsáveis pelos 457 artigos, constituindo uma média de 1,97

artigos por autor, dos quais 81,17% publicaram apenas um artigo, portanto, 21,17% maior que a relatada por Lotka (1926), de 60%.

Tabela 5 – Características dos autores e coautores de artigos sobre governança corporativa publicados nos principais periódicos nacionais, no período de 2002 a 2020

Painel (a): autores por artigo		
<i>Nº de Autores</i>	<i>n.º</i>	<i>%</i>
1 autor	18	4%
2 autores	163	36%
3 autores	149	33%
4 autores	108	24%
5 autores	16	4%
6 autores	3	1%
<i>Total</i>	<i>457</i>	<i>100%</i>
Painel (b): sexo dos autores		
<i>Sexo</i>	<i>n.º</i>	<i>%</i>
Masculino	589	65,23%
Feminino	314	34,77%
<i>Total</i>	<i>903</i>	<i>100%</i>

Fonte: Elaborada pelo autor.

No que concerne aos autores mais prolíferos, na Tabela 6 estão relacionados os nomes dos autores de maior destaque em relação às publicações sobre governança corporativa. Observa-se que a autora Vera Maria Rodrigues Ponte apresentou o maior número de artigos publicados (15), seguida por Márcia Martins Mendes de Luca (13 artigos) e Alexandre Di Miceli da Silveira, Hudson Fernandes Amaral, Eduardo Kazuo Kayo, Orleans Silva Martins e Ilse Maria Beuren, com 11 artigos cada um. Duarte, Cardozo e Vicente (2012) já apontavam Ilse Maria Beuren como uma das autoras mais prolíferas, enquanto Ribeiro e Santos (2015) e Machado Júnior (2015) citavam Alexandre Di Miceli da Silveira e Hudson Fernandes Amaral.

Estes sete pesquisadores mais prolíficos foram responsáveis por 83 artigos encontrados e representaram 18,16% do total. Expandindo a análise para os 30 pesquisadores mais prolíficos, somou-se um total de 241 artigos, que representaram 52,74% do total de artigos publicados. Essa distribuição sugere uma aproximação à abordagem da Lei de Lotka (LOTKA, 1926) que preconiza que em muitas áreas do conhecimento identifica-se um padrão de poucos pesquisadores com muita produção enquanto muitos pesquisadores apresentam baixa produção (MACHADO JUNIOR et al., 2016).

Tabela 6 – Autores e coautores

Autores mais prolíficos		n.º	Autores mais prolíficos		n.º
1º	Vera Maria Rodrigues Ponte	15	7º	Rosilene Marcon	7
2º	Márcia Martins Mendes de Luca	13	7º	Láise Ferraz Correia	7
3º	Alexandre Di Miceli da Silveira	11	7º	Alessandra Carvalho de Vasconcelos	7
3º	Hudson Fernandes Amaral	11	7º	Alfredo Sarlo Neto	7
3º	Ilse Maria Beuren	11	7º	Antônio Lopo Martinez	7
3º	Eduardo Kazuo Kayo	11	7º	Nelson Hein	7
3º	Orleans Silva Martins	11	7º	Patrícia Maria Bortolon	7
4º	Marcelle Colares Oliveira	10	7º	Wesley Mendes-da-Silva	7
4º	Paulo Roberto da Cunha	10	8º	Lucas Ayres Barreira de Campos Barros	6
4º	Roberto Carlos Klann	10	8º	Marcos Antônio de Camargos	6
5º	Fernanda Maciel Peixoto	9	8º	Paula Carolina Ciampaglia Nardi	6
5º	Geovanne Dias de Moura	9	8º	Ricardo Luiz Menezes da Silva	6
6º	Sady Mazzioni	8	8º	Richard Saito	6
Outras Menções		1093	Total		1318

Fonte: Elaborada pelo autor.

No que se refere às *proxies* de governança corporativa, na Tabela 7 expõem-se aquelas utilizadas pela literatura empírica brasileira acerca do tema, no período analisado. Dos 457 estudos presentes na amostra, 166 empregaram a governança corporativa de forma empírica, seja como variável dependente, independente ou de controle, em seus modelos econométricos.

Observou-se que 76,51% dos estudos analisados utilizaram, como *proxies* de governança, variáveis *dummy* criadas a partir dos NDGC da B3. Quando se trata de estudos que envolvem variáveis de mercado, como risco e retorno, 10 artigos (6,02%) empregaram o Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada (IGC), um índice de mercado da B3 que representa uma carteira teórica de ações, formada pelas empresas com melhores níveis de governança, isto é, as empresas que participam dos NDGC.

Além dessas *proxies*, os pesquisadores têm proposto algum instrumento (índices), formado a partir dos mecanismos de governança encontrados na literatura, para medir a governança das empresas brasileiras. Dentre eles, destacam-se o índice de Carvalhal-da-Silva e Leal (2005), utilizado em 4,22% dos estudos empíricos presentes na amostra, seguido por Silveira (2004), utilizado em 3,61% dos estudos e Correia, Amaral e Louvet (2011), empregado em 1,81% dos estudos. Os demais 13 indicadores encontrados apareceram em um estudo somente (0,6%). Este resultado pode ser explicado pela dificuldade de ser obter tais indicadores que dependem, na

maioria das vezes, de variáveis qualitativas, não obtidas nas plataformas de divulgação de informações financeiras e, sim, nos relatórios de administração de cada empresa.

Tabela 7 – *Proxies* de governança corporativa

<i>Proxies de governança</i>	n.º	%
Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (B3)	127	76,51%
Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada (IGC)	10	6,02%
Carvalho-da-Silva e Leal (2005)	7	4,22%
Silveira (2004)	6	3,61%
Correia, Amaral e Louvet (2011)	3	1,81%
Assunção, Luca e Vasconcelos (2017)	1	0,60%
Bernardino, Peixoto e Ferreira (2014)	1	0,60%
Bortolon e Silva Junior (2015)	1	0,60%
Brandão e Crisóstomo (2015)	1	0,60%
Lopes e Walker (2008)	1	0,60%
Moizinho et al. (2014)	1	0,60%
Morás e Klann (2020)	1	0,60%
Peixoto et al. (2014)	1	0,60%
Pinheiro et al. (2019)	1	0,60%
Ramos e Martinez (2006)	1	0,60%
Semper e Beltrán (2009)	1	0,60%
Soschinski et al. (2020)	1	0,60%
Vieira et al. (2011)	1	0,60%
Total	166	100,00%

Fonte: Elaborada pelo autor.

O índice de Carvalho-da-Silva e Leal (2005), chamado pelos autores de CGI, tem o objetivo de ser uma medida ampla da qualidade de governança corporativa específica da empresa que reflita diferentes atributos de governança não exigidos pela legislação brasileira, mas sim considerados como boas práticas pelos padrões internacionais. Em sua construção, Carvalho-da-Silva e Leal (2005) empregaram 15 questões agrupadas em quatro grandes categorias, a saber: (i) divulgação, (ii) composição e funcionamento do conselho, (iii) estrutura de propriedade e controle e (iv) direitos dos acionistas. Tal agrupamento se deu apenas em função de apresentação e não teve ponderação entre as perguntas. Cada uma das questões tinha as opções de resposta “sim” (que recebia o valor 1) ou “não” (que recebia o valor 0), além de serem respondidas a partir de informações públicas divulgadas pelas empresas e não por meio

de entrevistas potencialmente subjetivas. O índice foi formado pela soma das respostas e, por conseguinte, tinha valor entre 0 e 15.

O CGI de Carvalho-da-Silva e Leal (2005), portanto, é de fácil operacionalização, uma vez que não depende de métodos econométricos para a sua obtenção, como a análise de componentes principais ou a análise fatorial, por exemplo. Apesar disso, a obtenção dos dados divulgados pelas empresas para responder às 15 questões elaboradas pelos autores para a construção do CGI não é tão simples quanto a operacionalização do índice. Por não contarem com dados financeiros, sua obtenção depende da análise de documentos e relatórios das empresas, como o estatuto e os relatórios de administração anuais, devendo os dados serem coletados individualmente e não em conjunto, tal como acontece com dados contábeis e de mercado. Esse pode ser um dos motivos pelos quais o índice, apesar de ter sido criado há mais de 15 anos, foi utilizado em apenas sete estudos no período e na amostra estudados. Outro motivo provável é o fato de o CGI contar com questões que não são necessárias hoje, como, por exemplo, se as empresas adotam o padrão contábil internacional, uma vez que as companhias abertas são obrigadas a adotar as normas internacionais de contabilidade em sua forma completa desde 2010 (FREIRE et al., 2012).

Semelhante ao CGI de Carvalho-da-Silva e Leal (2005), o índice de Silveira (2004) (IGOV) foi operacionalizado por meio de 20 questões cujas respostas também eram “sim” ou “não” (valores 1 e 0, respectivamente). Construído pela soma das respostas, o IGOV teve valores possíveis entre 0 e 20. Silveira (2004) fundamentou suas questões principalmente no estudo de Klapper e Love (2004) e identificou as oportunidades futuras de crescimento, o tamanho da empresa, a natureza da operação, a emissão de ADRs (*American Depositary Receipts*), a estrutura de propriedade, a adesão aos NDGC da B3, o desempenho corporativo, o setor de atividade, o índice de *payout* e a identidade do acionista controlador como determinantes do nível de governança corporativa.

Por ser formado por mais questões, o IGOV de Silveira (2004) é mais difícil de operacionalizar do que o CGI de Carvalho-da-Silva e Leal (2005), e conta com os mesmos problemas. Além disso, em seus testes econométricos, Silveira (2004) dividiu o IGOV em dois. O primeiro, IGOV10, foi formulado a partir das questões sobre divulgação e transparência de informações, enquanto o segundo, IGOV20, foi formado via questões que diziam respeito a propriedade e controle e estrutura do conselho de administração. De acordo com Silveira (2004), o IGOV10 se mostrou mais eficiente em aferir a qualidade da governança quando confrontado com

variáveis de desempenho do que o IGOV20, o que mostrou que a transparência e a divulgação de informações eram mais importantes para os agentes de mercado, pelo menos no período estudado por Silveira (2004). Nesse sentido, pode-se apontar, como crítica ao IGOV, o fato de não considerar ponderações nos mecanismos de governança.

Correia, Amaral e Louvet (2011) também elaboraram um índice para medir a qualidade da governança corporativa (IQG) das empresas brasileiras. O IQG foi construído a partir de um conjunto de mecanismos de governança eficientes, de acordo com os autores, em reduzir os problemas de agência e que integram as seguintes dimensões: estrutura de propriedade e de controle, composição do conselho de administração, transparência das informações publicadas, modalidades de incentivo aos administradores e proteção dos acionistas minoritários. O IQG de Correia, Amaral e Louvet (2011) foi obtido mediante análise de componentes principais, que emprega a média ponderada de todos os componentes gerados pelos mecanismos, em que as ponderações são representadas pelas respectivas variâncias.

Apesar de inserir a ponderação dos mecanismos de governança não utilizados no indicador de Silveira (2004), por exemplo, a obtenção do IQG de Correia, Amaral e Louvet (2011) é mais dispendiosa em todos os aspectos, uma vez que, além de empregar uma técnica que depende de *softwares* estatísticos, emprega também mais variáveis, sendo 19 no total. Ademais, a despeito de Correia, Amaral e Louvet (2011) recomendarem o uso de seu indicador como instrumento de avaliação para as empresas que desejam modificar sua imagem do ponto de vista da governança corporativa, o indicador foi utilizado em apenas 1,81% dos estudos empíricos presentes na amostra. Esse baixo percentual de utilização pode ser explicado pela dificuldade de operacionalização do índice.

Portanto, a utilização, por pesquisadores brasileiros, de indicadores que levem em conta os mecanismos de governança corporativa é mínima, sendo bastante utilizadas as *proxies* de governança criadas a partir dos NDGC da B3. Com isso, algumas questões podem ser levantadas a fim de se apontar oportunidades metodológicas para futuras pesquisas. Seria possível a criação de um índice de governança corporativa que fosse ao mesmo tempo eficiente em reduzir problemas de agência e de fácil operacionalização e compreensão? Seria possível a criação de um índice de fácil operacionalização que fosse mais eficiente em aferir a qualidade de governança corporativa das empresas do que os NDGC da B3? Dada a importância da governança para as empresas e o desenvolvimento do mercado de capitais como um todo, é imprescindível refletir, como pesquisadores da área, sobre tais questões.

3.5 Considerações Finais

Este trabalho foi realizado com o objetivo de analisar o perfil das publicações acerca da governança corporativa nos periódicos brasileiros classificados no Qualis Capes de administração (Quadriênio 2013-2016) como A2 e B1, nos anos de 2000 a 2020. Em específico, analisou-se a evolução das publicações ao longo do período estudado, identificando-se os periódicos que mais publicaram estudos sobre o tema, os principais centros de pesquisa, os autores mais prolíferos e, principalmente, as *proxies* de governança corporativa mais utilizadas nas pesquisas empíricas nacionais.

Em 2002, primeiro ano em que houve publicação sobre governança nos periódicos analisados, foram publicados dois estudos, ambos pela Revista de Administração Contemporânea. Cabe ressaltar, no entanto, que a maioria dos periódicos de maior impacto foi criada depois dos anos 2000. O periódico Contabilidade, Gestão e Governança foi o mais prolífero do período, despontando com um importante meio de divulgação científica sobre o tema. Além deste e, em observância a Lei de Bradford, podem-se apontar a Revista Contabilidade & Finanças, a Revista Contemporânea de Contabilidade e a Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos como formadores do núcleo basilar de governança corporativa no Brasil, posto que tais periódicos publicaram mais de 1/3 dos estudos sobre governança no período analisado.

No que diz respeito aos principais centros de pesquisa em governança, ressaltam-se as universidades públicas, as quais representaram 51,2% das autorias e coautorias, destacando-se a Universidade de São Paulo com o maior número. Constatou-se também a predominância de publicações em parceria, em especial com dois, três e quatro autores, corroborando os achados anteriores da literatura sobre a governança no Brasil. Em adição, observou-se a predominância de artigos publicados por autores do gênero masculino, o que indica que o campo ainda é pouco diverso. Apesar disso, a autora Vera Maria Rodrigues Ponte, da Universidade Federal do Ceará, destacou-se como a autora mais prolífica.

No que tange à utilização de *proxies* de governança corporativa nas pesquisas empíricas nacionais, foi observado que grande parte desses estudos (76,5%) optou por utilizar uma variável *dummy* criada a partir dos NDGC da B3. A explicação dessa preferência por grande parte dos pesquisadores pode estar na dificuldade de obter índices de governança que utilizam, muitas vezes, variáveis qualitativas relacionadas aos mecanismos de governança e a dificuldade de obter esses dados. Pesquisas em que foram utilizados índices como *proxies* de governança

representaram apenas 17,5% do total dos estudos empíricos, destacando-se os índices de Carvalhal-da-Silva e Leal (2005), em 4,2% delas; o de Silveira (2004), em 3,61% e o de Correia, Amaral e Louvet (2011), em 1,81%.

Os índices de Carvalhal-da-Silva e Leal (2005) e Silveira (2004) são de fácil operacionalização, uma vez que, diferentemente do índice de Correia, Amaral e Louvet (2011), não demandam de métodos econométricos para a sua obtenção. Apesar disso, todos os índices supracitados dependem de um número grande de variáveis, algumas delas não necessárias nos dias de hoje, o que leva à sua baixa utilização por outros pesquisadores brasileiros.

Com isso, em função da importância da governança para as empresas e o desenvolvimento do mercado de capitais, seria pertinente a realização de novos trabalhos que busquem a criação de indicadores eficientes em aferir a qualidade de governança corporativa das empresas e que sejam de fácil operacionalização e compreensão. Por fim, ressalta-se que os apontamentos deste estudo são pertinentes para nortear pesquisas futuras sobre o tema de governança corporativa nas empresas, sendo de especial relevância para professores e estudantes de pós-graduação *stricto sensu* recém-chegados à área.

4 ÍNDICE DE GOVERNANÇA CORPORATIVA E DESEMPENHO DE MERCADO: EVIDÊNCIAS NO MERCADO ACIONÁRIO BRASILEIRO²

Crê em ti; mas nem sempre duvides dos outros.

(Machado de Assis – Memórias Póstumas de Brás Cubas)

Apesar da existência de diferentes índices de governança criados para as empresas brasileiras, grande parte dos estudos empíricos emprega *proxies* a partir dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da B3. Esse cenário se deve, principalmente, à dificuldade de coleta de dados e de operacionalização desses índices. Com isso, neste estudo propõe-se um índice de governança corporativa de simples operacionalização para empresas brasileiras com ações negociadas pela B3, para com ele, avaliar o efeito das melhores práticas de governança em seu desempenho de mercado, entre os anos de 2010 e 2020. O índice de governança proposto foi amparado em estudos anteriores que indicaram os mecanismos mais eficientes na redução dos problemas de agência. Como medidas de desempenho de mercado, empregaram-se o Q de Tobin e o Valor da Firma. Por fim, a análise foi realizada via modelos MQO, dados em painel e modelos de regressão por meio da abordagem de variáveis instrumentais. Os resultados evidenciaram que o índice proposto se mostrou uma boa medida de governança, dados os resultados unânimes entre os modelos. Em todas as estimações, a relação entre governança corporativa e o desempenho de mercado foi positiva, atestando a confiança do mercado associada à qualidade da governança corporativa expressa pelo índice, que se destaca como um importante instrumento de avaliação financeira.

4.1 Introdução

A partir dos anos 2000, após uma série de escândalos contábeis e financeiros em empresas como Enron, Alstom, HealthSouth, Parmalat, Worldcom e outras, houve uma expansão pela busca de melhores práticas de governança corporativa por parte das organizações (TERRA; LIMA, 2006,

² * Artigo apresentado no II ENGEC – Encontro Nacional de Gestão e Comunicação.

** Artigo aceito para publicação no periódico Revista Contabilidade & Finanças. ISSN 1808-057X.

WU, 2021). Essa busca pela boa governança é explicada por Claessens e Yurtoglu (2013), que apontam que deficiências de governança corporativa podem levar a crises financeiras sérias nas empresas.

A governança corporativa, por intermédio de um conjunto de mecanismos, tem por objetivo aumentar a probabilidade de os fornecedores de recursos obterem retorno sobre seu investimento (KITAGAWA; RIBEIRO, 2009, ANTOUNIAN; DAH; HARAKEH, 2021). Por esse motivo, a implementação de boas práticas de governança corporativa pode melhorar o desempenho das empresas e proteger os interesses dos acionistas (ALI et al., 2022). Ali et al. (2022) ressaltam que a governança é diferente em cada país, em razão de suas estruturas econômicas, políticas e outras estruturas locais e tem se tornado um debate predominante, em especial nas economias em desenvolvimento.

No Brasil, em especial, as empresas têm sido instigadas a ampliarem a transparência nas suas decisões e a tomarem medidas capazes de reduzir os conflitos de agência (JENSEN; MECKLING, 1976). A Brasil Bolsa Balcão (B3), por exemplo, criou nos anos 2000, os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC), segmentos especiais de listagem de empresas que adotam espontaneamente melhores práticas de governança. O objetivo foi de possibilitar um ambiente de negociação que entusiasmasse os investidores e suscitasse a valorização das companhias negociadas nesses segmentos.

A importância da governança e sua popularização provocaram um crescimento exponencial de pesquisas acerca do tema (RIBEIRO; SOUZA, 2021; WU, 2021), principalmente aquelas voltadas à criação de *proxies* capazes de mensurar a qualidade da governança e seu efeito na performance financeira e econômica das empresas (BHAT et al., 2018). Trabalhos voltados para o mercado brasileiro, como os de Silveira (2004), Carvalhal-da-Silva e Leal (2005), Correia, Amaral e Louvet (2011) e Santos (2018), foram produzidos nesse intuito.

Silveira (2004) criou um índice de governança por meio de 20 questões objetivas em que cada resposta positiva recebe 1 ponto e a qualidade da governança é dada pelo somatório desses pontos. O autor fundamentou as perguntas especialmente no estudo de Klapper e Love (2004) e as formulou com base em diferentes mecanismos de governança. Análogo ao trabalho de Silveira (2004), Carvalhal-da-Silva e Leal (2005) utilizaram 15 questões objetivas, formuladas para representarem os mecanismos *disclosure*, conselho de administração, estrutura de propriedade e direitos dos acionistas, para construir seu índice de governança. O objetivo era

construir um índice que refletisse diferentes atributos de governança considerados como “boas práticas” pelos padrões internacionais.

Com propósito similar, Correia, Amaral e Louvet (2011) construíram um índice de governança a partir de um conjunto de mecanismos eficientes, de acordo com os autores, em reduzir os problemas de agência, como a composição do conselho de administração, o incentivo aos administradores, a estrutura de propriedade e de controle e a transparência das informações publicadas. O índice foi construído por meio da Análise de Componentes Principais (ACP), um método econométrico que utiliza a média ponderada dos componentes atingidos pelos mecanismos de governança. Inspirado nesses autores, o índice de Santos (2018) também utilizou a ACP em sua construção e testou a relação entre governança e desempenho financeiro e de mercado, após as novas regras de apresentação contábil.

Apesar dos diferentes índices de governança criados a partir de técnicas distintas, Ribeiro e Souza (2022) apontam que apenas 17,5% do total dos estudos empíricos nacionais analisados por eles empregaram índices de governança em suas análises, tendo os outros 82,5% empregado *proxies* de governança criadas a partir dos NDGC da B3. Esse cenário, na visão dos autores, se deve à dificuldade de coleta de dados e operacionalização desses índices.

Nesse sentido, dada a relevância da governança corporativa para as empresas e o desenvolvimento do mercado de capitais como um todo, bem como a importância da criação de métricas capazes de avaliar adequadamente a qualidade da governança, questiona-se: é possível criar um índice de governança corporativa de fácil operacionalização e compreensão e eficiente em reduzir problemas de agência, isto é, que demonstra o efeito positivo das melhores práticas de governança na criação de valor para as empresas? Por esse ângulo, neste estudo buscou-se construir um índice de governança corporativa para as empresas brasileiras com ações negociadas pela B3 entre os anos de 2010 e 2020 para avaliar o efeito das melhores práticas de governança em seu desempenho de mercado.

Como contribuição científica, propõe-se um índice de governança corporativa de simples operacionalização e, portanto, mais acessível, quando comparado aos demais índices documentados na literatura brasileira. A simplicidade de operacionalização do índice aqui proposto se deve principalmente à redução de variáveis necessárias à sua obtenção. Índices anteriores propostos na literatura contam com questões que não são necessárias na atualidade, como, por exemplo, adoção do padrão contábil internacional, uma vez que as companhias

abertas são obrigadas a adotar as normas internacionais de contabilidade em sua forma completa desde 2010 (LOURENÇO; BRANCO, 2015). Ademais, os testes de validação mostram que os índices criados são um instrumento eficaz para analisar a qualidade da governança das empresas brasileiras. Nesse aspecto, este trabalho contribui também com as empresas que almejam atrair investidores, dado que o índice proposto se mostra como um recurso considerável de avaliação financeira.

A criação de um índice eficaz na avaliação da qualidade da governança corporativa das empresas brasileiras é imprescindível, dado que a influência que a governança corporativa exerce nas decisões financeiras dessas empresas é maior em sistemas legais que apresentam fraca proteção aos investidores, como o brasileiro (LA PORTA et al., 1998, CATAPAN; COLAUTO; BARROS, 2013).

4.2 Fundamentação Teórica

A literatura sobre a governança corporativa tem se amparado predominantemente na teoria da agência (SIMÕES; SOUZA, 2020), que trata dos conflitos de interesse entre principal (proprietários) e agente (administradores) (JENSEN; MECKLING, 1976, FAMA; JENSEN, 1983). Ao apresentarem as bases da teoria da agência, Jensen e Meckling (1976) argumentam que, para reduzir as divergências em relação aos seus interesses, o principal pode estabelecer incentivos adequados para que o agente busque a maximização da riqueza dos acionistas e aja de acordo com os interesses deste. Sob a perspectiva da teoria da agência, diversos estudos têm analisado quais mecanismos de governança mais impactam a redução dos conflitos de agência (ASSUNÇÃO; LUCA; VASCONCELOS, 2017). Black et al. (2020), por exemplo, apontam os mecanismos estrutura do conselho, estrutura de propriedade, direitos dos acionistas, divulgações financeiras e controle de transações com partes relacionadas como importantes na redução dos conflitos de agência, com impacto positivo no valor de mercado das empresas.

O conselho de administração monitora o desempenho da empresa e, na visão de Jensen (1993), este é um mecanismo chave do sistema de controle interno da empresa, o qual estabelece as regras do jogo para os administradores. Em relação às características do conselho de administração, Bhat et al. (2018), Apriliyanti e Randøy (2019) e Brandão et al. (2019) evidenciam que atributos como tamanho, frequência das reuniões e independência, podem ter

relação positiva com o valor das firmas.

No tocante à concentração de propriedade e ao desempenho de mercado, estudiosos, como Demsetz e Villalonga (2001) e Fahlenbrach e Stulz (2009), apontam uma relação significativa e positiva entre as duas variáveis. Por sua vez, os principais direitos para a devida proteção aos acionistas minoritários incluem os direitos de participar de assembléias e de novas subscrições, de receber dividendos em datas pré-determinadas, de ter o mesmo direito que os controladores no tocante à venda da companhia, dentre outros (DEMSETZ; VILLALONGA, 2001). As evidências empíricas, tanto em estudos internacionais, como os de Kang e Shivdasani (1995), La Porta et al. (1998) e Doidge et al. (2009), quanto nacionais, a exemplo de Correia, Amaral e Louvet (2011), Caixe e Krauter (2014) e Brandão e Crisóstomo (2015), salientam que a concentração de propriedade e a devida proteção dos direitos dos investidores, principalmente dos acionistas minoritários, é um importante mecanismo de governança corporativa.

Já os incentivos aos administradores representam um mecanismo de alinhamento de interesses que só serão eficientes se permitirem a minimização dos problemas de agência e, como consequência, conduzirem à maximização do valor dos acionistas (CARVALHAL-DA-SILVA; LEAL, 2005). Para tanto, esses incentivos podem se dar por meio da posse de opções de compra de ações da companhia ou da remuneração em dinheiro, comissões e bônus, dentre outras (SHLEIFER; VISHNY, 1997). Outros importantes mecanismos de governança corporativa, como a divulgação e a transparência das informações e a qualidade das informações financeiras publicadas pela companhia (*disclosure*) (GARCIA; SOUSA-FILHO; BOAVENTURA, 2018), favorecem a redução da assimetria informacional entre os investidores internos e externos e, por essa razão, podem provocar a redução dos conflitos de agência (BUSHMAN; SMITH, 2003).

Amparados na teoria da agência, pesquisas nacionais têm mostrado que a governança corporativa pode provocar efeitos diretos no desempenho de mercado das empresas. Silveira (2004), por exemplo, analisou a relação entre governança corporativa e o desempenho de mercado utilizando para tal, seu índice de governança e o Q de Tobin. Os resultados não mostraram influência significativa das boas práticas de governança sobre o desempenho das empresas, uma vez que o sentido da relação entre as variáveis não foi idêntico nas diferentes abordagens econométricas testadas. No que diz respeito aos mecanismos de governança, Silveira (2004) mostrou que a divulgação e a transparência de informações se destacaram como os mais eficientes em aferir a qualidade da governança corporativa do que a estrutura de

propriedade e controle e a estrutura do conselho de administração. Ademais, o autor identificou, além dos mecanismos tradicionais de governança, a emissão de ADRs, a natureza da operação, a adesão aos NDGC (Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2) da B3, o setor de atividade e o índice de *payout* como determinantes da qualidade da governança corporativa.

Carvalho-da-Silva e Leal (2005), empregando seu índice, expuseram o efeito positivo da governança corporativa sobre o desempenho das empresas, tanto de mercado, medido pelo Q de Tobin, quanto financeiro (ROA). Entretanto, os autores não documentaram significância estatística nos modelos estimados com o índice de governança e o Q de Tobin. Em seu tempo, Lameira, Ness Junior e Soares (2007) verificaram se melhores práticas de governança corporativa, medidas por meio de variáveis *dummy* representando os NDGC e a participação das empresas em programas de ADR, influenciam o desempenho de mercado, mensurado pelo Q de Tobin. Para tal fim, os autores estudaram uma amostra formada por 64 companhias com ações mais líquidas listadas pela B3, tal qual uma regressão linear múltipla. Os resultados expressaram relação positiva e significativa entre a governança e o Q de Tobin, e assim dizendo, os autores demonstraram que empresas que adotam melhores práticas de governança corporativa apresentam maior valor.

Correia, Amaral e Louvet (2011) confrontaram, mediante dados em painéis e seu índice de governança, o desempenho de mercado das empresas brasileiras negociadas pela B3 entre 1997 e 2006. Os resultados exibiram relação positiva e significativa entre o índice de governança e o Q de Tobin, demonstrando que a boa governança tem valor para o mercado. Outrossim, Catapan, Colauto e Barros (2013) verificaram o efeito da governança corporativa no desempenho financeiro e de mercado das companhias brasileiras negociadas pela B3 entre 2008 e 2010. Para isso, os autores empregaram o índice de governança corporativa de Carvalho-da-Silva e Leal (2005) em uma amostra de 111 empresas de diversos setores e um modelo de dados em painel. Os resultados apurados indicaram impacto positivo e estatisticamente significativo do índice de governança corporativa sobre o desempenho de mercado das empresas.

Por sua vez, Lima et al. (2015) analisaram o efeito da listagem nos diferentes níveis de governança corporativa da B3 sobre o aumento do valor de mercado de 182 companhias listadas no Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2. Os autores obtiveram evidências de que as empresas listadas nos níveis mais elevados de governança apresentam melhor desempenho econômico, aferido em termos de variação média do valor de mercado.

Assim como Correia, Amaral e Louvet (2011), Santos (2018) analisou a associação do seu índice de governança, criado via ACP a partir de um conjunto de mecanismos capazes de reduzir os problemas de agência, com o desempenho de mercado das empresas brasileiras. A autora utilizou, para isso, uma amostra composta por 116 empresas de capital aberto negociadas pela B3 entre os anos de 2010 e 2016. Os resultados, obtidos por meio de uma regressão com dados em painel, apontaram para uma relação positiva, porém, não significativa entre o índice de governança e o Q de Tobin.

Por sua vez, Pinheiro et al. (2019) analisaram a relação da concentração acionária e governança corporativa com o valor das empresas. Os autores empregaram a ACP para a criação do índice de governança corporativa e utilizaram a análise de regressão com dados em painel em uma amostra com 250 empresas negociadas entre 2012 e 2015. Os resultados indicaram relação negativa e não significativa entre o índice de governança corporativa e o valor das empresas.

Recentemente, Caixe e Rodrigues (2022) examinaram a associação entre a governança corporativa, o uso de derivativos financeiros e o valor da firma no contexto brasileiro. Com dados longitudinais de 241 empresas negociadas pela B3 ao longo do período de 2006 a 2017, os autores empregaram os NDGC como medida de governança e o Q de Tobin como medida de valor da firma. Os resultados, obtidos por meio do Método dos Mínimos Quadrados Ordinários Agrupados, apontaram associação positiva e significativa entre a governança e o Q de Tobin, isto é, esta relação sugere a presença de um prêmio de governança para as companhias brasileiras analisadas.

A partir dessas constatações, pode-se verificar que os resultados encontrados a respeito da relação entre governança corporativa e o desempenho de mercado das empresas não despontam para conclusões uníssonas. À vista disso, é considerável que mais investigações busquem preencher esta lacuna da literatura, dada a importância do tema.

4.3 Procedimentos Metodológicos

4.3.1 Amostra e coleta de dados

Neste estudo buscou-se construir um índice de governança corporativa para as empresas

brasileiras e avaliar o efeito da adoção de melhores práticas de governança no desempenho de mercado dessas empresas. Para tanto, a população objeto deste estudo foram as companhias com ações negociadas pela B3 entre os anos de 2010 e 2020. Para a obtenção da amostra, alguns critérios foram considerados, sendo: (i) a exclusão das empresas com registro cancelado; (ii) a exclusão das empresas do setor financeiro, uma vez que a natureza das empresas desse setor é bastante peculiar, principalmente no tocante à estrutura financeira; (iii) a exclusão das empresas que apresentaram índice de negociabilidade menor ou igual a 0,001, haja vista que empresas que apresentam baixa negociabilidade tendem a apresentar grande número de dados faltantes (CORREIA; AMARAL; LOUVET, 2011) e por fim, (iv) o último critério de seleção da amostra foi a exclusão das empresas com patrimônio líquido negativo.

Após todos estes procedimentos, a amostra do estudo foi composta por 118 empresas. Para a coleta dos dados econômico-financeiros necessários às análises, foi utilizada a plataforma Economatica®. Os dados para a criação do índice de governança foram obtidos via documentos de apresentação obrigatória à Comissão de Valores Mobiliários (CVM), públicos e disponíveis no site da CVM e das próprias empresas.

4.3.2 Índices de governança corporativa

Para atender à primeira parte do objetivo deste estudo, construiu-se um índice de qualidade da governança corporativa (IGOV) para as 118 companhias integrantes da amostra. Além disso, foram testadas variações do IGOV, a fim de oferecer alternativas de mensuração das melhores práticas de governança corporativa no Brasil que, neste estudo, são tratadas como a variável independente nos modelos estimados.

As variáveis que compõem o IGOV foram escolhidas em conformidade com as recomendações constantes dos códigos de melhores práticas de governança corporativa do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), bem como na literatura acerca da teoria da agência, externadas por Jensen e Meckling (1976), Silveira (2004), Carvalhal-da-Silva e Leal (2005), Al-Najjar e Al-Najjar (2017), dentre outros. A criação do IGOV se deu mediante a soma das respostas positivas a 10 perguntas binárias objetivas, em que cada resposta positiva recebia um ponto e, nesse sentido, o IGOV teve valor expresso entre 0 e 10. A elaboração das perguntas considerou cinco mecanismos de governança corporativa, ou seja, Conselho de Administração, Estrutura de Propriedade e de Controle, Divulgação e Transparência, Incentivos aos

Administradores e Nível de *Disclosure*.

Além do índice IGOV, outros três índices derivados foram analisados no estudo. O primeiro deles, o IGOV8, é uma variação do IGOV, obtido por meio da soma das respostas das sete perguntas que compreendem os mecanismos Divulgação e Transparência, Incentivos aos Administradores e Nível de *Disclosure*, mais a variável representando o setor de atuação (+1 ponto para empresas industriais). Assim, o IGOV8 teve valor expresso entre 0 e 8 e sua obtenção é mais simples do que o IGOV, já que necessita de menos variáveis (*inputs*). Por seu tempo, o segundo índice derivado, o IGOV12, é formado pelas 10 perguntas que compõem o IGOV, somadas ao setor de atuação (+1 ponto para empresas industriais) e ao valor do *payout* dado em números decimais.

Tais variações do IGOV foram testadas, uma vez que, de acordo com Silveira (2004), setores de atividades mais regulamentadas, como o industrial, podem influenciar a qualidade da governança corporativa dessas empresas ao serem obrigadas a se adequarem a melhores práticas de governança. Já Silveira e Barros (2008) afirmam que empresas com melhores práticas de governança tendem a apresentar maiores níveis de *payout*. Ademais, Silveira (2004), Correia, Amaral e Louvet (2011) e Santos (2018) mostraram que, no contexto brasileiro, a divulgação e a transparência de informações são mais eficientes em aferir a qualidade da governança corporativa do que a estrutura de propriedade e controle e a estrutura do conselho de administração. No Quadro 2 apresentam-se as variáveis que compõem os índices de governança analisados, suas definições, o mecanismo de governança a que estão relacionadas e a fonte de coleta dos dados.

Por fim, foi analisada também, como medida de governança, a listagem das empresas nos NDGC da B3, uma vez que, de acordo com Ribeiro e Souza (2022), é a forma mais utilizada quando se trata de estudos empíricos sobre governança no Brasil. Por conseguinte, a *proxy* NDGC recebeu valor 1, quando a empresa em questão é listada em algum dos níveis de governança da B3 (Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2) e 0, quando é listada no mercado tradicional.

No Quadro 3 apresentam-se as *proxies* de governança utilizadas como variáveis independentes nos modelos aqui estimados, seus métodos de obtenção e seus valores possíveis.

Quadro 2 – Variáveis que compõem os índices de governança corporativa

Variáveis	Perguntas	Fonte dos Dados
Conselho de Administração	(1) O Conselho de Administração tem entre cinco e nove membros?	RI
Estrutura de Propriedade e de Controle	(2) Os acionistas controladores possuem menos de 50% das ações com direito a voto?	RI
	(3) A companhia tem mais de 25% de suas ações em <i>free-float</i> ?	RI
Divulgação e Transparência	(4) A empresa publica fatos relevantes e comunicados ao mercado?	RI e CVM
	(5) A empresa tem declarações de dividendos disponibilizadas aos acionistas?	RI e CVM
Incentivos aos Administradores	(6) Os administradores têm participação nos lucros?	RI
	(7) A empresa possui plano de opção de compra de ações?	RI
	(8) A empresa possui remuneração baseada em ações?	RI
Disclosure	(9) Empresa participa dos NDGC?	B3
	(10) A companhia é emissora de ADRs?	JPMorgan
Setor	(11) A empresa é do setor industrial?	Economática®
Payout	(12) Valor do <i>payout</i> .	Economática®

Nota: Formulários de Referência (FR); Relações com Investidores (RI); Portal *J.P. Morgan Asset Management* (JPMorgan).

Fonte: Elaborado pelo autor.

Quadro 3 – Variáveis independentes (métricas de qualidade da governança corporativa)

Variáveis	Método de estimação	Valores possíveis
IGOV	Soma das perguntas 1 a 10	Entre 0 e 10
IGOV8	Soma das perguntas 4 a 11	Entre 0 e 8
IGOV12	Soma das perguntas 1 a 12	Entre 0 e 12
NDGC	<i>Dummy</i> : 0 para mercado tradicional, 1 para NDGC	0 ou 1

Fonte: Elaborado pelo autor.

4.3.3 Variáveis dependentes e de controle

Para atender à segunda parte do objetivo deste estudo, isto é, avaliar a relação entre a adoção das melhores práticas de governança no desempenho de mercado das empresas brasileiras, utilizaram-se como métricas de desempenho (variáveis dependentes), o Q de Tobin (QTOBIN) e o *Firm Value* (VF), obtido via banco de dados Economática®. O Q de Tobin e o *Firm Value* são métricas de valor utilizadas em diversos estudos, como os de Silveira (2004), Correia,

Amaral e Louvet (2011) e Coletta e Lima (2020).

Além das variáveis dependentes, foram empregadas algumas variáveis de controle, como o Tamanho da Empresa (TAM), o Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE), o Endividamento (END), o Índice de Liquidez Corrente (ILC) e o Crescimento (CRES). A escolha destas variáveis se deu amparada na literatura empírica sobre o tema. No Quadro 4 são apresentadas as variáveis independentes e de controle, assim como suas fórmulas de cálculo e o amparo teórico.

Quadro 4 – Variáveis dependentes e de controle

Variáveis	Fórmula	Suporte Teórico	
Dependentes	VF	$\frac{FirmValue}{Ativo Total}$	Silveira (2004); Beuren, Pamplona e Leite (2020).
	$QTOBIN$	$\frac{Valor\ de\ Mercado\ das\ Ações + Capital\ de\ Terceiros}{Ativo\ Total}$	Tobin (1958); Correia, Amaral e Louvet (2011); Coletta e Lima (2020).
Controle	TAM	$ln(Ativos\ Totais)$	Correia, Amaral e Louvet (2011); Caixe e Krauter (2014); Aguiar e Pimentel (2017); Beuren. Pamplona e Leite (2020); Coletta e Lima (2020).
	ROE	$Lucro\ Líquido/Patrimônio\ Líquido$	
	END	$(Passivo\ Circulante + Passivo\ não\ Circulante)/Ativo\ Total$	
	ILC	$Ativo\ Circulante/Passivo\ Circulante$	
	$CRES$	$(Vendas_t - Vendas_{t-1})/Vendas_{t-1}$	

Fonte: Elaborado pelo autor.

4.3.4 Modelos estimados

Para verificar a relação entre a governança corporativa e o desempenho das empresas, foram estimados modelos de regressão via método dos mínimos quadrados ordinários (MQO), dados em painel de efeitos fixos (FE) e modelos de regressão por meio da abordagem de variáveis instrumentais (IV) (utilizando o procedimento EC2SLS). A aplicação de abordagens econométricas distintas e em ordem crescente de complexidade tem o propósito de dar consistência aos resultados da relação entre a qualidade da governança corporativa e o desempenho de mercado. A combinação formada por estes três métodos de estimação, juntamente das quatro *proxies* de governança e as duas métricas de desempenho de mercado, resultaram na estimação de 24 regressões distintas. As especificações gerais dos modelos empregados são descritas na Equação 1.

$$DM_{it} = \beta_{0it} + \beta_{1it}GC_{it} + \beta_{2it}VC_{it} + e_{it} \quad (1)$$

Em que DM_{it} representa as variáveis dependentes (VF_{it} e $QTOBIN_{it}$); GC_{it} são as variáveis independentes e representam as *proxies* de governança corporativa analisadas no estudo (IGOV, IGOV8, IGOV12 e NDGC); VC_{it} representa as variáveis de controle; β_0 refere-se ao parâmetro de intercepto; β_1 e β_2 referem-se aos coeficientes correspondentes a cada uma das variáveis explicativas do modelo e e_{it} refere-se ao erro idiossincrático, uma vez que varia aleatoriamente para todas as empresas e períodos.

Inicialmente foram estimadas regressões via MQO, um dos métodos estatísticos mais utilizados em pesquisas sociais aplicadas (KRUEGER; LEWIS-BECK, 2008). Ao estimar os modelos via MQO, obtêm-se coeficientes que tornam os valores estimados pelo modelo próximos dos dados observados, uma vez que se concentra na medida de tendência central desses dados (KRUEGER; LEWIS-BECK, 2008).

Por sua vez, a análise de regressões via de dados em painel é um dos métodos mais utilizados em pesquisas sobre governança corporativa no Brasil, a exemplo de Silveira e Barros (2008), Correia, Amaral e Louvet (2011) e Santos (2018). Conforme destaca Wooldridge (2010), as regressões via dados em painel podem ser estimadas de três maneiras: (i) modelo *pooled* (dados empilhados), (ii) modelo de efeitos aleatórios e (iii) modelo de efeitos fixos. A identificação do modelo mais adequado aos dados do estudo depende da realização de testes estatísticos. Assim, utilizaram-se os testes de Chow para a comparação entre o modelo *pooled* e o modelo de efeitos fixos, o teste de Breusch-Pagan para a comparação entre o modelo de efeitos aleatórios e o modelo *pooled*, bem como o teste de Hausman para a comparação entre o modelo de efeitos fixos e efeitos aleatórios.

Tais testes apontaram a estimação por meio de efeitos fixos (FE) mais adequada aos dados. No modelo FE, há existência de heterogeneidade entre os grupos, porém, com características invariantes no tempo. Dessa forma, no modelo FE pressupõe-se que cada grupo tenha um intercepto diferente, que é constante ao longo do tempo (WOOLDRIDGE, 2010).

Wooldridge (2010) destaca, entretanto, que um dos pressupostos dos modelos de dados em painel é o de exogeneidade estrita, ou seja, caso o índice de governança corporativa empregado

no estudo seja de natureza endógena, a estimação por dados em painel se torna espúria. Nesse sentido, foram empregados modelos de regressão por meio da abordagem de variáveis instrumentais (IV) painel, que considera as *proxies* de governança corporativa como variáveis endógenas. Para isso, optou-se pelo procedimento EC2SLS, de Baltagi e Li (1992), que gera erros padrões menores que os dos mínimos quadrados generalizados convencionais de dois estágios (G2SLS) (BALTAGI; LI, 1992).

Silveira, Barros e Famá (2006) afirmam que a utilização de IV é uma solução para todos os problemas de endogeneidade e, para tanto, os instrumentos devem ter correlação nula com o termo de erro da equação original, mesmo que sejam correlacionados com as variáveis independentes (LARCKER; RUSTICUS, 2010). Assim, como variáveis instrumentais, foram utilizadas as defasagens ($t-1$) das variáveis de controle, procedimento empregado por Larcker e Rusticus (2010), O'Connor e Rafferty (2012) e Edwards, Soares e Lima (2013), por exemplo.

Destacados os modelos, foram realizados testes no intuito de verificar se os pressupostos dos mesmos foram cumpridos, como os testes de normalidade dos resíduos, multicolinearidade, homocedasticidade e autocorrelação. O teste de Jarque-Bera, utilizado para testar a normalidade dos resíduos, rejeitou a hipótese nula de distribuição normal em todos os modelos. No entanto, Wooldridge (2010) ressalta que se o tamanho da amostra for suficientemente grande, pelo teorema do limite central, a inferência estatística não é invalidada.

Por sua vez, os testes de Breusch-Pagan e Breusch-Godfrey indicaram problemas com homocedasticidade e autocorrelação, respectivamente. Com isso, optou-se por estimar as regressões FE com erros padrão robustos (HAC). Tal procedimento, desenvolvido por Newey e West (1987), é uma única solução para os dois problemas. As regressões MQO e IV foram estimadas também de forma robusta (*vce (robust)*). Por fim, foram obtidos valores inferiores a 10 no fator de inflação da variância (FIV), indicando, pela literatura, que não houve problemas de colinearidade (WOOLDRIDGE, 2010).

A estimação dos modelos no intuito de avaliar a relação entre as *proxies* de governança e o desempenho é uma forma de validar externamente o IGOV aqui proposto, uma vez que se verifica o poder do índice em indicar o possível prêmio de qualidade da governança no mercado de capitais brasileiro (CORREIA; AMARAL; LOUVET, 2011). Além desta, realizou-se uma validação externa adicional confrontando o índice IGOV com o QTOBIN e o VF por meio de testes de médias. A amostra foi estruturada em três grupos em razão do crescimento do IGOV

e, logo em seguida, foram analisados os resultados dos testes t e F, que têm como objetivo analisar se há diferença entre as médias e as variâncias (respectivamente) de dois grupos de médias e, da análise de variância (ANOVA), que compara as médias de três ou mais grupos (WOOLDRIDGE, 2010). As regressões e os testes executados neste estudo foram estimados via *software Stata*.

4.4 Análise e Discussão dos Resultados

Nesta seção são apresentados os resultados concernentes às *proxies* de governança corporativa, bem como os resultados das regressões estimadas e a discussão acerca desses resultados. Na Tabela 8 exibem-se as estatísticas descritivas dos índices de governança, bem como da *proxy* NDGC. O índice IGOV apresentou média de 6,11 e mediana de 6, isto é, 50% das empresas analisadas apresentaram qualidade de governança corporativa acima dos 6 pontos (60,00%). Da mesma forma, o índice IGOV12 apresentou média de 6,51 e mediana de 6,44.

Por outro lado, o índice IGOV8 apresentou média de 4,40 e mediana de 4,00, ou seja, nesse caso, como o índice varia de 0 a 8, 50% das empresas apresentaram boa qualidade de governança, enquanto os 50% restantes apresentaram governança abaixo da média. Por fim, pelo coeficiente de variação, observa-se que os dados a respeito da qualidade da governança apresentaram média dispersão, exceto para a *proxy* NDGC, que apresentou dados mais heterogêneos, haja vista que se trata de uma variável *dummy*.

Tabela 8 – Estatísticas descritivas das *proxies* de governança

Variáveis	Média	Mediana	Desvio padrão	CV
IGOV	6,1128	6,0000	1,6048	26,25%
IGOV8	4,4013	4,0000	1,2028	27,33%
IGOV12	6,5170	6,4479	1,7244	26,46%
NDGC	0,90879	1	0,28815	31,71%

Nota: Coeficiente de Variação (CV).

Fonte: Elaborada pelo autor.

Antes de estimar as regressões, realizou-se uma validação externa adicional do índice principal deste trabalho (IGOV) confrontando-o, via testes de média, com o QTOBIN e o VF. Dividiram-se as observações do IGOV em três grupos, de maneira que o primeiro grupo foi formado por

IGOV entre 0 e 4 (“Baixa” qualidade de governança), o segundo grupo foi composto por IGOV entre 5 e 7 (“Média” qualidade de governança) e, por fim, o terceiro grupo compreendeu IGOV de 8 a 10 (“Alta” qualidade de governança). Verificou-se, então, se as médias de QTOBIN e VF são estatisticamente diferentes entre os três grupos de IGOV. Os resultados dos testes de comparação de médias (teste *t*, teste *F* e ANOVA) estão expostos na Tabela 9.

Tabela 9 – Resultados dos testes de média

Testes de média	QTOBIN				VF			
	<i>t</i>	<i>p-valor</i>	<i>F</i>	<i>p-valor</i>	<i>t</i>	<i>p-valor</i>	<i>F</i>	<i>p-valor</i>
Baixa X Média	-2,071	0,0405**	1,1603	0,1800	-1,5834	0,1139	1,0278	0,4219
Média X Alta	-1,095	0,2748	1,1248	0,2160	-2,3177	0,0208**	1,2470	0,0692*
Baixa X Alta	-2,582	0,0100***	1,3051	0,0875*	-3,1746	0,0017**	1,2816	0,0931*
ANOVA	F = 3,6278		p-valor = 0,0272**		F = 4,9663		p-valor = 0,0073***	

Nota: Os asteriscos indicam os níveis de significância: * $p < 0,10$, ** $p < 0,05$, *** $p < 0,01$.

Fonte: Elaborada pelo autor.

Pelo teste *t*, que compara a média de dois grupos de amostras, rejeitou-se a hipótese nula na comparação dos grupos “Baixa” x “Média” e “Baixa” x “Alta” qualidade da governança nas médias de QTOBIN, bem como na comparação dos grupos “Média” x “Alta” e “Baixa” x “Alta” qualidade da governança nas médias de VF. Pelo teste *F*, estruturado para avaliar a variação da média entre dois grupos, rejeitou-se a hipótese nula na comparação entre os grupos “Baixa” x “Alta” qualidade da governança nas médias de QTOBIN e na comparação entre os grupos “Média” x “Alta” e “Baixa” x “Alta” qualidade da governança nas médias de VF.

Por fim, pela análise de variância (ANOVA), que determina se existe diferença significativa na média entre três ou mais grupos, rejeitou-se a hipótese nula tanto para as médias de QTOBIN quanto para as médias de VF. Essas rejeições das hipóteses nulas mostraram que as médias dos grupos diferem significativamente, evidenciando que empresas bem governadas tendem a apresentar maior desempenho de mercado.

No intuito de verificar o efeito da qualidade da governança corporativa sobre o desempenho de mercado das empresas, bem como validar externamente o IGOV e suas variantes (IGOV8 e IGOV12), foram estimados modelos de regressão via MQO, FE, e IV, contendo o QTOBIN e o VF como variáveis dependentes e o IGOV, IGOV8, IGOV12 e o NDCG como *proxies* de governança corporativa. Pela análise da significância global dos modelos (teste *F* para os modelos MQO e FE e teste *Wald Chi-Squared* para os modelos IV) rejeitaram-se fortemente as

hipóteses nulas (p -valor = 0). Assim, pode-se afirmar que, conjuntamente, as variáveis independentes são significativas como variáveis explicativas para os modelos estimados. Na Tabela 10 exibem-se os resultados das estimações que apresentam o IGOV como variável explicativa.

No que tange ao coeficiente de determinação dos modelos, nas regressões estimadas por MQO, as variáveis analisadas são capazes de explicar cerca de 18,95% da variação total do QTOBIN e 15,24% da variação total do VF. Pelo modelo FE, as variáveis consideradas são capazes de explicar cerca de 18,73% da variação total do QTOBIN e 6,43% da variação total do VF. Por fim, pelas estimações via IV, as variáveis presentes nos modelos explicam cerca de 18,09% da variação do QTOBIN e 5,75% da variação total do VF. Esse resultado indica que há outras características que influenciam o desempenho de mercado das empresas, como o cenário macroeconômico, por exemplo.

As regressões estimadas apontam relação positiva e significativa entre o IGOV e o QTOBIN e entre o IGOV e o VF, em todos os modelos. Essa associação sugere que quanto melhor a qualidade da governança corporativa, maior o desempenho de mercado das empresas analisadas. Tal resultado é consistente com os documentados pela literatura, como em Correia, Amaral e Louvet (2011) e Caixe e Rodrigues (2022), por exemplo.

Tabela 10 – Relação entre o IGOV e o desempenho de mercado

IGOV	QTOBIN			VF		
	MQO	FE	IV	MQO	FE	IV
Constante	580,24***	1322,46*	667,26***	336,15***	765,98	747,05**
IGOV	21,21***	22,96*	21,36**	21,49***	19,81*	20,29**
TAM	-1,55*	-49,00	-8,97	1,34	-12,86	2,24
ROE	3,52***	2,81***	2,96***	3,17***	2,25***	2,50***
END	-2,81***	-5,22***	-4,19***	4,00***	0,25	1,85**
ILC	24,07**	15,73	17,51	2,35	-4,47	-4,53
CRES	-0,04	0,12***	0,07**	-0,06	0,17***	0,11***
R^2	0,1895	0,1873	0,1809	0,1524	0,0643	0,0575

Notas: (i) Os asteriscos indicam os níveis de significância: * $p < 0,01$, ** $p < 0,05$, *** $p < 0,10$; (ii) O teste F e *Wald Chi*² de todos os modelos apresentou p -valor = 0; (iii) O R^2 refere-se ao R^2 Ajustado para os modelos estimados via MQO e R^2 *within* para os modelos estimados via FE e IV.

Fonte: Elaborada pelo autor.

No que diz respeito às estimações contendo o índice IGOV8 como métrica da qualidade da

governança, na Tabela 11 observam-se os resultados, em que se observa que, diferentemente do índice IGOV, os resultados do índice IGOV8 evidenciaram relação positiva e significativa, a 1%, entre a qualidade da governança corporativa e o desempenho de mercado das empresas analisadas, independentemente se aferido via QTOBIN ou VF. Nesse sentido, o resultado das estimações com o IGOV8 foram mais robustos e fortalecem os achados de Correia, Amaral e Louvet (2011), Pinheiro et al. (2019) e Caixe e Rodrigues (2022), evidenciando que, quanto mais bem governada a empresa, melhor seu desempenho de mercado.

Pelo coeficiente de determinação dos modelos, observa-se que, nas regressões estimadas por MQO, as variáveis independentes explicam cerca de 20,63% da variação total do QTOBIN e 16,61% da variação total do VF. Pelo modelo FE, as variáveis analisadas são capazes de explicar cerca de 19,60% da variação total do QTOBIN e 7,58% da variação total do VF. Por fim, pelas estimações via IV, as variáveis conseguem explicar cerca de 19,1% da variação do total do QTOBIN e 6,89% da variação total do VF. Esse resultado é superior ao observado nos modelos com o IGOV como métrica de governança e indica que, quando o IGOV8 é utilizado juntamente com as variáveis de controle, o poder de explicação dos modelos supera aqueles estimados com as demais métricas de governança.

Tabela 11 – Relação entre o IGOV8 e o desempenho de mercado

IGOV8	QTOBIN			VF		
	MQO	FE	IV	MQO	FE	IV
Constante	584,43***	1266,65*	687,52***	346,66***	716,99	485,77**
IGOV8	39,25***	40,83***	39,25***	37,90***	39,67***	38,85***
TAM	-13,77**	-47,74	-12,85	-1,80	-12,86	-1,34
ROE	3,39***	2,69***	2,86***	3,04***	2,12***	2,39***
END	-2,83***	-5,33***	-4,24***	3,99***	0,13	1,78**
ILC	27,42**	16,55	19,00	5,62	-3,7	-3,11
CRES	-0,02	0,12***	0,08**	-0,04	0,17***	0,12***
<i>R</i> ²	0,2063	0,1960	0,1901	0,1661	0,0758	0,0689

Notas: (i) Os asteriscos indicam os níveis de significância: * $p < 0,01$, ** $p < 0,05$, *** $p < 0,10$; (ii) O teste F e *Wald Chi*² de todos os modelos apresentou p-valor = 0; (iii) O *R*² refere-se ao *R*² Ajustado para os modelos estimados via MQO e *R*² *within* para os modelos estimados via FE e IV.

Fonte: Elaborada pelo autor.

Na Tabela 12 são relatados os resultados das estimações com o índice IGOV12 como variável explicativa. Assim como para o IGOV e IGOV8, os resultados do índice IGOV12 mostraram relação positiva entre a governança corporativa e o desempenho de mercado, entretanto, essa

relação foi significativa apenas nos modelos estimados via MQO. Assim, pode-se apontar que os resultados das estimações com o IGOV12 foram menos robustos que as estimações com o IGOV e o IGOV8. Apesar disso, fica notória a relação direta entre desempenho de mercado e governança corporativa, resultado similar aos achados de Lameira e Ness Junior (2007) e Santos (2018).

No que diz respeito ao coeficiente de determinação dos modelos, os resultados para os modelos estimados com o IGOV12 como *proxy* de governança são inferiores aos observados nos modelos com o IGOV e IGOV8 como métricas de governança e indicam que o IGOV12 explica menos sobre as variações do desempenho de mercado das empresas do que os índices antecessores.

Tabela 12 – Relação entre o IGOV12 e o desempenho de mercado

IGOV12	QTOBIN			VF		
	MQO	FE	IV	MQO	FE	IV
Constante	564,84***	1301,84*	714,68***	338,25***	752,45	514,88**
IGOV12	17,35***	10,58	11,53	15,55***	10,76	11,21
TAM	-8,55	-46,4	-8,53	3,04	-8,90	2,88
ROE	3,47***	2,86***	2,98***	3,12***	2,28***	2,51***
END	-2,82***	-5,20***	-4,15***	4,00***	0,26	1,87**
ILC	24,35**	15,71	17,57	2,70	-4,53	-4,45
CRES	-0,04	0,12***	0,08**	-0,06	0,16***	0,11***
<i>R</i> ²	0,1851	0,1830	0,1772	0,1448	0,0616	0,0551

Notas: (i) Os asteriscos indicam os níveis de significância: * $p < 0,01$, ** $p < 0,05$, *** $p < 0,10$; (ii) O teste F e *Wald Chi*² de todos os modelos apresentou p-valor = 0; (iii) O *R*² refere-se ao *R*² Ajustado para os modelos estimados via MQO e *R*² *within* para os modelos estimados via FE e IV.

Fonte: Elaborada pelo autor.

Por fim, foi testada a relação entre governança corporativa e o desempenho de mercado utilizando os Níveis Diferenciados de Governança da B3 como *proxy* da qualidade da governança. Pelos resultados expostos na Tabela 13 é possível observar que essa relação, diferentemente dos índices criados neste trabalho, não foi homogênea entre os modelos de regressão estimados. A relação entre o NDGC e o QTOBIN, por exemplo, foi significativa em 1%, quando estimado via MQO. Nas demais regressões, não foi observada significância estatística. Nos modelos estimados via MQO e IV, documentou-se associação negativa entre a governança e o desempenho de mercado, resultado contrário ao observado nos modelos FE. Esse resultado, contrário aos achados de Catapan, Colauto e Barros (2013) e Caixe e Rodrigues

(2022), corrobora os achados de Pinheiro et al. (2019), que também documentaram relação negativa e não significativa entre a governança corporativa e o valor da empresa.

Ademais, pelos coeficientes de determinação dos modelos, observa-se que a *proxy* NDGC, juntamente com as variáveis de controle, tem menor poder explicativo das variações do desempenho de mercado das empresas do que os índices criados neste estudo. Nas regressões estimadas via MQO, por exemplo, as variáveis analisadas são capazes de explicar cerca de 17,87% da variação total do QTOBIN e 13,55% da variação total do VF. Pelo modelo FE, as variáveis consideradas explicam cerca de 18,02% da variação total do QTOBIN e 5,98% da variação total do VF. Por fim, pelas estimações via IV, as variáveis independentes conseguem explicar cerca de 17,39% da variação do QTOBIN e 5,12% da variação total do VF.

Nesse sentido, os resultados não apontam a utilização de uma variável *dummy* criada a partir dos NDGC como uma boa *proxy* de governança das empresas brasileiras, uma vez que sua relação com o desempenho muda de um modelo econométrico para outro. Apesar disso, esta é a métrica mais utilizada por pesquisas empíricas nacionais sobre o tema (RIBEIRO; SOUZA, 2022).

Tabela 13 – Relação entre o NDGC e o desempenho de mercado

NDGC	QTOBIN			VF		
	MQO	FE	IV	MQO	FE	IV
Constante	815,73***	1243,39*	894,54***	524,63***	670,50	640,10***
NDGC	-78,15***	53,81	-42,33	-39,76	93,98	-3,69
TAM	-13,65**	-38,59	-13,23	-0,61	-4,66	-0,42
ROE	3,37***	2,91***	3,02***	3,07***	2,32***	2,56***
END	-2,52***	-5,21***	-3,95***	4,20***	0,19	1,98**
ILC	25,44**	16,09	18,01	3,52	-4,07	-4,15
CRES	-0,03	0,11***	0,08**	-0,06	0,14***	0,11***
<i>R</i> ²	0,1787	0,1802	0,1739	0,1355	0,0598	0,512

Notas: (i) Os asteriscos indicam os níveis de significância: * $p < 0,01$, ** $p < 0,05$, *** $p < 0,10$; (ii) O teste F e *Wald Chi*² de todos os modelos apresentou p-valor = 0; (iii) O *R*² refere-se ao *R*² Ajustado para os modelos estimados via MQO e *R*² *within* para os modelos estimados via FE e IV.

Fonte: Elaborada pelo autor.

Em suma, na Tabela 14 encontra-se um resumo dos resultados apurados nesta pesquisa a despeito da relação entre a governança corporativa e o desempenho de mercado. Dos seis modelos estimados, o IGOV apresentou relação positiva com o desempenho de mercado em

todos eles. Essa relação se deu com 1% de significância em dois modelos, 5% em dois e 10% em dois. Já quando a governança foi aferida via IGOV8, todos os seis modelos estimados apresentaram relação positiva com o desempenho, a 1% de significância.

Este achado fortalece os resultados encontrados por Correia, Amaral e Louvet (2011) e Caixe e Rodrigues (2022) e vai de encontro do que foi relatado por Pinheiro et al. (2019). Por sua vez, todos os modelos estimados com o IGOV12 também exibiram relação positiva com o desempenho, com significância de 1%, em dois modelos, e não significativa em quatro. Por fim, quando a variável NDGC foi utilizada como *proxy* de governança, a relação com o desempenho foi positiva em dois dos seis modelos testados e negativa nos demais. Essas relações apresentaram significância de 1% em apenas um modelo, sendo os demais não significantes.

Nesse sentido, o IGOV8, obtido por meio da soma das oito questões que compreendiam os mecanismos Divulgação e Transparência, Incentivos aos Administradores, Nível de *Disclosure* e o Setor, se destacou pela significância de 1% observada em todos os modelos estimados. Essa evidência sugere, portanto, que estes mecanismos podem ser os mais importantes para definir a qualidade da governança corporativa no Brasil. Outrossim, o índice IGOV8 pode ser a *proxy* mais adequada para capturar a qualidade da governança corporativa das empresas brasileiras.

Tabela 14 – Resumo dos resultados encontrados nas regressões estimadas

Métricas de Governança	QTOBIN						VF					
	MQO		FE		IV		MQO		FE		IV	
IGOV	+	1%	+	10%	+	5%	+	1%	+	10%	+	5%
IGOV8	+	1%	+	1%	+	1%	+	1%	+	1%	+	1%
IGOV12	+	1%	+	n.s.	+	n.s.	+	1%	+	n.s.	+	n.s.
NDGC	-	1%	+	n.s.	-	n.s.	-	n.s.	+	n.s.	-	n.s.

Nota: Coeficiente não significativo (n.s.).

Fonte: Elaborada pelo autor.

No tocante às variáveis de controle, sua relação com as variáveis de desempenho não foi unânime entre os modelos estimados. O TAM, por exemplo, quando confrontado com o QTOBIN, apresentou relação negativa com o desempenho de mercado em todos os modelos estimados, entretanto, essa relação foi significativa apenas no modelo MQO, estimado com o IGOV, IGOV8 e NDGC como métricas de governança. Quando a variável VF foi empregada como métrica de desempenho de mercado, não foi documentada significância estatística.

Embora a predominância de significância estatística na associação negativa entre o tamanho e

o desempenho de mercado estimado via MQO corrobore os achados de Catapan, Colauto e Barros (2013), Santos (2018) e Caixe e Rodrigues (2022), os resultados discrepantes observados nas demais estimações sugere não ser possível afirmar, com base nos achados, que o porte da companhia influencie seu valor de mercado.

O ROE, por sua vez, apresentou relação positiva e significativa, a 1%, com o desempenho de mercado em todos os modelos estimados. Esse resultado, contrário ao observado por Correia, Amaral e Louvet (2011) e em linha com os achados de Caixe e Krauter (2014), era esperado e sugere que empresas com maior retorno sobre o patrimônio líquido tendem a apresentar melhor performance de mercado, isto é, o nível de eficiência das empresas em aplicar os recursos para gerar valor e lucro é um fator considerado importante pelos investidores.

No que diz respeito ao END, este apresentou relação negativa e significativa com o QTOBIN em todos os modelos analisados. Por outro lado, no que diz respeito ao VF, a relação com o END foi positiva, com significância observada nos modelos MQO e IV. Tal resultado sugere que empresas mais endividadas tendem a apresentar menor QTOBIN e maior VF, o que fortalece os resultados de Silveira (2004) e Correia, Amaral e Louvet (2011).

Correia, Amaral e Louvet (2011) observaram associação negativa e significativa entre o QTOBIN e o END. Já Silveira (2004) documentou relação positiva entre endividamento e VF, resultado que pode estar atrelado ao benefício fiscal oriundo da dedutibilidade dos juros da dívida na forma de despesas financeiras, o que, na perspectiva do mercado, poderia ampliar o valor das empresas (CAIXE; KRAUTER, 2013).

Por seu turno, o ILC apresentou relação positiva com o QTOBIN em todos os modelos analisados. Todavia, a significância estatística foi observada apenas no modelo MQO. Já as regressões estimadas com o VF como variável dependente apresentaram relação positiva entre ILC e desempenho de mercado no modelo MQO e negativa nos modelos FE e IV, porém, não significativa em todos os casos. O resultado sugere que empresas com melhores índices de liquidez tendem a apresentar melhor desempenho de mercado quando aferido pelo QTOBIN, ou seja, a capacidade de uma empresa de quitar suas dívidas a curto prazo é um fator importante para o mercado.

Com relação ao CRES, a relação com o desempenho de mercado foi predominantemente positiva, com exceção dos modelos estimados via MQO, que apresentaram associação negativa e não significativa entre o crescimento e o desempenho. Silveira (2004) observou relação

negativa e não significativa entre o CRES e o QTOBIN, evidências idênticas às observadas nos modelos MQO, contrárias, entretanto, às demais estimações.

4.5 Considerações Finais

O objetivo, neste estudo, consistiu na construção de um índice de governança corporativa para as empresas brasileiras com ações negociadas pela B3 entre os anos de 2010 e 2020, para avaliar o efeito das melhores práticas de governança em seu desempenho de mercado. O índice foi amparado em estudos anteriores que indicam os mecanismos mais eficientes na redução dos problemas de agência. Como validação externa, optou-se pela sua confrontação com as variáveis *Firm Value* e Q de Tobin em diferentes modelos econométricos e em testes de diferença de médias e variâncias (teste *t*, teste *F* e ANOVA).

Além do índice principal (IGOV), formado pela soma das dez respostas associadas aos mecanismos Conselho de Administração, Estrutura de Propriedade e de Controle, Divulgação e Transparência, Incentivos aos Administradores e Nível de *Disclosure*, testaram-se duas outras variações, ou seja, o IGOV8, obtido por meio da soma das oito questões que compreendiam os mecanismos Divulgação e Transparência, Incentivos aos Administradores, Nível de *Disclosure* e Setor e o IGOV12, formado pelas 10 perguntas do IGOV, somadas ao setor de atuação e ao valor do *payout*, dado em números decimais. Os três índices foram comparados à *proxy* NDGC, uma variável *dummy* representando as empresas listadas nos segmentos de governança corporativa da B3, uma das métricas mais utilizadas nos estudos empíricos de governança.

A *proxy* NDGC não se mostrou uma métrica eficiente para avaliar a qualidade da governança, haja vista os resultados discrepantes dos modelos, tanto com a direção da relação com o desempenho, quanto pela significância observada. Já os índices IGOV, IGOV8 e IGOV12 se mostraram boas medidas de governança, haja vista os resultados unânimes entre os modelos de regressão estimados. Em todos os modelos a relação entre governança corporativa e o desempenho foi positiva, atestando a confiança do mercado associada, fortemente, à qualidade da governança corporativa expressa pelos índices.

O IGOV8 se destacou pela significância de 1% observada em quaisquer que sejam os modelos estimados, bem como pelos coeficientes de determinação superiores aos observados nas regressões, estimados com os demais índices, evidenciando, portanto, os mecanismos

Divulgação e Transparência, Incentivos aos Administradores, Nível de *Disclosure* e o setor de atuação como os mais importantes à qualidade da governança. Esse resultado sugere que o índice IGOV8 pode ser a *proxy* mais adequada para capturar a qualidade da governança corporativa das empresas brasileiras e atesta que a boa governança é valorizada pelo mercado, isto é, a qualidade da governança mensurada pelo índice IGOV8 é um aspecto ponderado pelos investidores ao escolher os seus ativos. Dessa forma, pode-se concluir que os investidores compreendem que as empresas bem governadas são menos arriscadas e, portanto, apresentam chances maiores de recuperar seus investimentos.

No que tange às relações entre as variáveis de controle e o desempenho de mercado, foram documentados resultados diferentes, a depender do modelo estimado. Entretanto, a maioria desses resultados corrobora os achados anteriores da literatura.

É relevante enfatizar que os indicadores formulados são baseados nas respostas binárias de aderência ou não aderência aos mecanismos de governança. Devido a esse fato, as médias obtidas a partir de uma pontuação binária que considera a presença ou a ausência de um atributo podem não ser a abordagem mais adequada para a determinação de uma métrica. Apesar dessa limitação, este estudo apresenta contribuições significativas.

O índice de governança corporativa aqui proposto é um dos mais simples de se obter, em comparação com os demais índices documentados na literatura brasileira sobre o tema, uma vez que depende de menos variáveis qualitativas e seu valor é calculado pela simples soma das questões objetivas formuladas, não demandando, portanto, métricas estatísticas mais complexas. O índice IGOV8, que conta apenas com oito variáveis qualitativas em sua construção, se mostrou o mais eficiente e, dessa forma, empresas que almejam atrair os investidores podem investir na melhoria dos mecanismos associados a essas questões. Esse resultado, que vai ao encontro de grande parte dos achados anteriores sobre o tema, corrobora os pressupostos da teoria da agência ao demonstrar que os mecanismos de governança corporativa empregados na construção dos índices são eficientes na redução dos problemas de agência, com impacto positivo no valor de mercado das empresas. Nesse sentido, o IGOV e, principalmente, o IGOV8 se mostram como importantes instrumentos de avaliação financeira.

Por fim, cabe ressaltar que, neste trabalho, analisou-se o impacto da qualidade da governança corporativa nas variáveis que representam o valor de mercado das companhias. Dessa forma, sugere-se que, em trabalhos futuros, seja analisada, por meio dos índices de governança aqui

propostos, a influência da qualidade da governança corporativa em outros aspectos importantes das empresas, como o desempenho financeiro e a estrutura de capital, por exemplo.

5 IMPACTO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NO DESEMPENHO FINANCEIRO: EVIDÊNCIAS NO MERCADO ACIONÁRIO BRASILEIRO³

Todos os animais são iguais, mas alguns animais são mais iguais que os outros.

(George Orwell – Animal Farm)

Este estudo foi realizado com o objetivo de examinar o impacto da governança corporativa no desempenho financeiro das empresas brasileiras com ações negociadas pela B3 entre os anos de 2010 e 2020. Para tanto, utilizaram-se dados anuais de uma amostra de 118 empresas não financeiras e estimaram-se regressões com dados em painel e abordagem de variáveis instrumentais, empregando-se, como métrica da qualidade da governança corporativa, dois índices que consideraram os mecanismos apontados pela literatura como eficientes na redução dos problemas de agência, bem como a listagem das empresas nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da B3. Como medidas de desempenho financeiro foram empregados o Retorno sobre o Patrimônio (ROE), o Retorno sobre Ativos (ROA) e o Lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortização (LAJIDA). Os resultados indicaram que, no Brasil, as empresas com melhor qualidade de governança corporativa tendem a apresentar desempenho financeiro estatisticamente superior ao das demais. Destaca-se a significância observada em todos os modelos em que o índice IGOV8 foi empregado como métrica de governança, indicando que este pode ser uma importante ferramenta não só para os próximos estudos na área financeira, mas um instrumento de gestão capaz de auxiliar administradores e investidores.

5.1 Introdução

A governança corporativa desempenha papel importante na prevenção de fraudes contábeis, sendo fundamental para aumentar a confiança do mercado e atrair investidores para as empresas, uma vez que tende a elevar os princípios éticos nos negócios (BERKMAN; COLE;

³ * RIBEIRO, J. E.; SOUZA, A. A. Índice de Governança Corporativa e Desempenho Financeiro: Evidências no Mercado Acionário Brasileiro. In: XIII Congresso de Administração e Contabilidade – AdCont 2022, Rio de Janeiro. *Anais do XII AdCont*, 2022b.

** RIBEIRO, J. E.; SOUZA, A. A. Impacto da Governança Corporativa no Desempenho Financeiro: Evidências no Mercado Acionário Brasileiro. *Revista Contabilidade, Gestão e Governança*, v. 26, n. 1, p. 63-91, 2023.

FU, 2009, ALNAJAR, 2021, SHOROYE, 2022). Nas últimas décadas, inúmeros estudos têm sido realizados no intuito de investigar a associação de melhores práticas de governança sobre diversos aspectos das empresas, como o valor de mercado (DEMSETZ; VILLALONGA, 2001, BAWAI; KUSUMADEWI, 2021, ANA; SULISTIYO; PRASETYO, 2021), a estrutura de capital (GROSSMAN; HART, 1982, JAVAID; NAZIR; FATIMA, 2021), o desempenho financeiro (HERMALIN; WEISBACH, 1991, ANTWI; CARVALHO; CARMO, 2021, KHATIB; NOUR, 2021), dentre outros.

No Brasil, a relação entre governança corporativa e desempenho das empresas tem sido um tema amplamente debatido na área de finanças, entretanto, os trabalhos desenvolvidos acerca da temática não têm alcançado resultados uníssimos. Silveira (2004), Kimura et al. (2012), Catapan, Colauto e Barros (2013) e Machado et al. (2020), por exemplo, evidenciaram efeito positivo das melhores práticas de governança corporativa sobre o desempenho financeiro das empresas. Por outro lado, estudos como os de Vieira et al. (2011), Vilhena e Camargos (2015), Tavares e Penedo (2018) e Lopes, Beuren e Vicente (2021) chegaram a conclusões contrárias, isto é, mostraram uma relação negativa entre a governança e o desempenho.

Em virtude dessa dissonância dos achados anteriores a respeito do tema, bem como da importância da governança corporativa para as empresas que, na perspectiva de Silveira, Barros e Famá (2003), tem por intuito aumentar a probabilidade de os fornecedores de recursos obterem retorno sobre seu investimento, questiona-se: quais os impactos da qualidade da governança corporativa sobre o desempenho financeiro das empresas brasileiras? Para responder a essa questão, neste estudo examinou-se o impacto da governança corporativa no desempenho financeiro das empresas brasileiras com ações negociadas pela Brasil Bolsa Balcão (B3) entre os anos de 2010 e 2020.

Espera-se que a qualidade da governança corporativa afete positivamente o desempenho das empresas, haja vista que o desempenho é um dos principais aspectos considerados pelos os *stakeholders* na avaliação do seu sucesso ou do seu fracasso. Assim, ao estudar um dos fatores que podem afetar o desempenho, este estudo contribui não só com a literatura empírica sobre governança, mas também com investidores, gestores e demais interessados na performance das companhias.

Ribeiro e Souza (2022) apontam que grande parte dos estudos empíricos nacionais emprega os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da B3 (NDGC) com métrica da qualidade da

governança corporativa no Brasil. Neste estudo, além de se utilizar tal medida, propõe-se um índice de qualidade da governança (IGOV) composto por dez questões objetivas apontadas pela literatura como capazes de reduzir os conflitos de agência. Ademais, inspirados em estudos anteriores como os de Silveira (2004), Correia Amaral e Louvet (2011) e Santos (2018), que demonstraram que, no Brasil, os mecanismos divulgação e transparência e incentivos aos administradores são mais importantes para a qualidade da governança do que as características relacionadas à estrutura de propriedade e conselho de administração, testou-se, em adição, um índice alternativo (IGOV8), que carece de menos *inputs* para sua construção.

A construção desses índices tem o intuito de buscar alternativas de mensuração da governança corporativa que sejam mais simples de se obter do que os anteriormente sugeridos pela literatura e mais amplos e eficientes que os NDGC da B3, haja vista que Ribeiro e Souza (2022) apontam que os estudos empíricos nacionais dão preferência à utilização dos NDGC por serem menos dispendiosos que os indicadores propostos. Dada a discrepância dos resultados dos estudos anteriores, bem como a importância do tema para empresas, investidores e reguladores, é importante que a academia proponha alternativas de avaliação da qualidade da governança, a fim de enriquecer o debate acerca do tema.

5.2 Revisão de Literatura

Não há um conceito plenamente estabelecido acerca da governança corporativa. Consoante Shleifer e Vishny (1997), a governança corporativa é estruturada mediante instrumentos que aumentem a probabilidade de investidores e credores aferirem retorno sobre seu capital. Para Brigham e Ehrhardt (2013), a governança é o conjunto de leis, regras e procedimentos que influenciam as decisões dos gestores e, por conseguinte, as operações da empresa.

Algumas definições de governança enfatizam os potenciais conflitos de interesse entre *insiders* (gerentes, conselhos e acionistas majoritários) e *outsiders* (acionistas minoritários e credores) da empresa (FATMA; CHOUAIBI, 2021, EL-DEEB; HALIM; ELBAYOUMI, 2022). Jensen (1993) aponta que os indivíduos racionais procuram atingir seus próprios objetivos e, por esse motivo, carecem sempre de incentivos para reduzir ou controlar os conflitos de interesse. Essa é a hipótese central da teoria da agência (JENSEN; MECKLING, 1976). Nesse contexto, a governança corporativa é entendida como o conjunto de mecanismos internos e externos com

capacidade de equilibrar esses conflitos de interesse, isto é, eficientes na redução dos conflitos de agência.

O efeito que esse conjunto de boas práticas de governança corporativa exerce sobre a performance das empresas tem sido estudado com amparo desses mecanismos, como a estrutura do conselho de administração (YERMACK, 1996, AMAN; NGUYEN, 2013, TANAKA, 2014, THOMPSON; ALLEYNE; CHARLES-SOVERALL, 2019), a estrutura de propriedade e de controle (SHLEIFER; VISHNY, 1997, LOPES; WALKER, 2008, PEIXOTO; BUCCINI, 2013, VIANA JÚNIOR et al., 2020), a divulgação voluntária de informações (LUZ; CAMARGOS; LIMA, 2006), os incentivos aos administradores (FAMA, 1980, HALL; LIEBMAN, 1998, AGUIAR; PIMENTEL, 2017, SOUZA; CARDOSO; VIEIRA, 2017, BEUREN; PAMPLONA; LEITE, 2020), a transparência das informações publicadas (LEUZ; NANDA; WYSOCKI, 2003), dentre outros.

Diferentes estudos nacionais também têm se debruçado sobre o tema. Silveira (2004), por exemplo, avaliou a relação entre governança corporativa, valor de mercado e rentabilidade das empresas brasileiras de capital aberto. Para isso, o autor construiu um índice de governança com dados de 161 companhias com ações negociadas pela B3 entre os anos de 1998 a 2002 e empregou o lucro operacional e o lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização (LAJIDA) como métricas de desempenho financeiro. Os resultados evidenciaram associação positiva, embora com significância estatística apenas no caso da variável LAJIDA, entre a qualidade da governança e o desempenho financeiro das empresas brasileiras. O autor sugere, portanto, que empresas com melhores práticas de governança tendem a apresentar melhor desempenho financeiro.

Nesse segmento, Kimura et al. (2012) analisaram o impacto de variáveis associadas à governança corporativa na lucratividade de empresas. Para isso empregaram análise de regressão linear múltipla em uma amostra de 17.493 empresas de 38 países, incluindo o Brasil. Os resultados da pesquisa sugerem que as variáveis relacionadas à governança podem afetar positivamente a lucratividade, entre outras características das empresas. Por sua vez, Catapan, Colauto e Barros (2013) verificaram o efeito da governança corporativa no desempenho financeiro e de mercado das companhias brasileiras negociadas pela B3. Os autores empregaram o índice de governança corporativa de Carvalhal-da-Silva e Leal (2005), bem como a rentabilidade sobre os ativos (ROA) e o EBITDA (LAJIDA) como medidas de desempenho financeiro em uma amostra de 111 empresas negociadas entre 2008 e 2010. Apesar

de não significativos estatisticamente, os resultados mostraram relação positiva do índice de governança corporativa sobre o desempenho financeiro e de mercado das empresas analisadas. Posteriormente, Machado et al. (2020) empregaram modelagem de equações estruturais e mostraram que a governança corporativa pode impactar positivamente o desempenho financeiro das empresas analisadas.

Posteriormente, Machado et al. (2020) estudaram a influência da governança corporativa sobre o desempenho financeiro, a oportunidade de crescimento e o valor de mercado de 161 empresas brasileiras com ações negociadas pela B3 de 2013 a 2018. Os autores empregaram modelagem de equações estruturais e mostraram que a governança corporativa pode impactar positivamente o desempenho financeiro das empresas analisadas.

Por outro lado, Vieira et al. (2011) avaliaram o impacto da adoção de melhores práticas de governança corporativa no desempenho financeiro e na estrutura de capital das empresas brasileiras. Para tal, os autores contaram com uma amostra de 84 empresas com ações negociadas pela B3 entre os anos de 2001 e 2006 e listadas nos segmentos de governança (NDGC) N1, N2 e Novo Mercado. A análise foi realizada por meio de regressão com dados em painel e evidenciou uma relação negativa entre a governança corporativa e o retorno sobre o patrimônio líquido (ROE).

Assim como Vieira et al. (2011), Vilhena e Camargos (2015) verificaram se a adesão voluntária de níveis mais elevados de governança corporativa por parte das empresas brasileiras negociadas pela B3 impactam o valor e o desempenho financeiro das mesmas. Os autores empregaram seis modelos com dados em painel em uma amostra de 1.848 observações de 66 empresas negociadas entre 2005 e 2011. O desempenho financeiro foi obtido por meio do ROA, do ROE, do lucro líquido e do lucro antes dos juros e tributos (EBIT). Os autores expuseram que as empresas que aderiram a práticas diferenciadas de governança corporativa apresentaram desempenho financeiro pior que o das demais, isto é, foi observada relação negativa entre os NDGC e o ROE, o lucro líquido e o EBIT.

Por sua vez, Tavares e Penedo (2018) analisaram a relação entre a governança corporativa e o desempenho financeiro das empresas brasileiras utilizando dados de 2001 a 2015 e empregando como métrica de governança os NDGC. Os resultados evidenciaram que a adesão aos níveis de governança corporativa não apresentaram relação positiva com nenhuma variável de desempenho analisada (ROA, ROE, EBTIDA/AT, EBTIDA/PL e Q de Tobin).

Recentemente, Lopes, Beuren e Vicente (2021) examinaram a associação entre a qualidade da governança corporativa, a evidenciação do gerenciamento de riscos e o desempenho financeiro das empresas brasileiras emissoras de *American Depositary Receipts* (ADRs). Para esse propósito, os autores empregaram dados de 37 empresas não financeiras negociadas no período de 2010 a 2014. A governança foi mensurada por meio do direito de controle e da diferença entre direito de controle e o direito sobre o fluxo de caixa do acionista controlador e o desempenho financeiro por intermédio da margem bruta e do retorno sobre o patrimônio líquido. Os resultados sugeriram associação negativa entre governança e desempenho.

5.3 Método

5.3.1 Amostra e variáveis do estudo

A população objeto deste estudo foi composta por todas as companhias com ações negociadas pela bolsa brasileira no período analisado. No que concerne à amostra, ela foi obtida mediante a exclusão de empresas com registro cancelado, do setor financeiro, que apresentaram índice de negociabilidade menor ou igual a 0,001 e com patrimônio líquido negativo. Após todos esses procedimentos sustentados na literatura sobre o tema (SILVEIRA, 2004, VILHENA; CAMARGOS, 2015, SANTOS, 2018), a amostra foi composta por 118 empresas. Os dados econômico-financeiros necessários às análises foram coletados por meio da plataforma Economática® e os dados para a criação dos índices de governança foram obtidos via documentos de apresentação obrigatória à Comissão de Valores Mobiliários (CVM), públicos e disponíveis no site da CVM e das próprias empresas. Nos Quadros 5 e 6 detalham-se esses dados e suas respectivas fontes de coleta.

Uma vez que a governança é um fenômeno que não pode ser diretamente observado, há a necessidade de estudá-la por meio dos seus mecanismos, índices globais e/ou através de *proxies*. Desse modo, optou-se pela construção de um índice de qualidade da governança corporativa (IGOV) formado por meio da soma das respostas positivas a 10 perguntas binárias objetivas, em que, para cada resposta positiva, adicionou-se um ponto ao índice. Assim, o IGOV teve valor expresso entre 0 e 10 e a elaboração das perguntas considerou os mecanismos Conselho de Administração, Estrutura de Propriedade e de Controle, Divulgação e Transparência, Incentivos aos Administradores e Nível de *Disclosure*.

As variáveis que englobam tais mecanismos e compõem o IGOV foram escolhidas em conformidade com as recomendações constantes dos códigos de melhores práticas de governança corporativa do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), bem como na literatura acerca da teoria da agência externados por Jensen (2001), Silveira (2004), Carvalhal-da-Silva e Leal (2005) e Al-Najjar e Al-Najjar (2017).

Foi testada também uma variação do índice principal, o IGOV8, a fim de oferecer uma alternativa de mensuração das melhores práticas de governança corporativa no Brasil. O IGOV8 é obtido por meio da soma das respostas às sete perguntas que compreendem os mecanismos Divulgação e Transparência, Incentivos aos Administradores e Nível de *Disclosure*, mais a variável representando o setor de atuação (+1 ponto para empresas industriais). Assim, o IGOV8 tem valor expresso entre 0 e 8 e sua obtenção é mais simples do que o IGOV, uma vez que carece de menos variáveis (*inputs*). A criação do IGOV8 se deu inspirada nos trabalhos de Silveira (2004), Silveira e Barros (2008), Correia Amaral e Louvet (2011) e Santos (2018).

Silveira (2004) sugere que setores de atividades mais regulamentadas, como a industrial, podem influenciar a qualidade da governança corporativa dessas empresas ao serem obrigadas a se adequarem a melhores práticas de governança. Além disso, Silveira (2004), Correia Amaral e Louvet (2011) e Santos (2018) apontam que, no contexto brasileiro, a divulgação e a transparência de informações são mais eficientes em aferir a qualidade da governança corporativa do que a estrutura de propriedade e controle e a estrutura do conselho de administração.

No Quadro 5 estão expostas as variáveis que compuseram os índices de governança analisados, suas definições, o mecanismo de governança a que estão relacionados e a fonte de coleta dos dados.

Ribeiro e Souza (2022) apontam que a maior parte dos estudos empíricos sobre governança corporativa no Brasil emprega como medida de governança a listagem das empresas nos NDGC da B3. Diante disso, foi acrescentada nas análises a *proxy* NDGC, uma variável *dummy* que recebeu valor 1, quando a empresa em questão era listada em algum dos níveis de governança da B3 e 0, quando era listada no mercado tradicional.

Por seu turno, o desempenho financeiro das empresas, variável dependente nos modelos, foi analisado por meio das métricas Rentabilidade dos Ativos (ROA), Rentabilidade do Patrimônio Líquido (ROE) e Lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização (LAJIDA). Além

das variáveis dependentes, foram empregadas algumas variáveis de controle, como o Tamanho da Empresa (TAM), o Endividamento (END), o Índice de Liquidez Corrente (ILC), o Crescimento (CRES), a Margem Líquida (ML) e o Grau de Alavancagem Financeira (GAF).

Quadro 5 – Variáveis que compuseram os índices de governança corporativa

Variáveis	Perguntas	Fonte dos Dados
Conselho de Administração	(1) O Conselho de Administração tem entre cinco e nove membros?	FR
Estrutura de Propriedade e de Controle	(2) Os acionistas controladores possuem menos de 50% das ações com direito a voto?	FR
	(3) A companhia tem mais de 25% de suas ações em <i>free-float</i> ?	FR
Divulgação e Transparência	(4) A empresa publica fatos relevantes e comunicados ao mercado?	RI e CVM
	(5) A empresa tem declarações de dividendos disponibilizadas aos acionistas?	FR e CVM
Incentivos aos Administradores	(6) Os administradores têm participação nos lucros?	FR
	(7) A empresa possui plano de opção de compra de ações?	FR
	(8) A empresa possui remuneração baseada em ações?	FR
Disclosure	(9) Empresa participa dos NDGC?	B3
	(10) A companhia é emissora de ADRs?	JPMorgan
Setor	(11) A empresa é do setor de indústria?	Economatica®

Nota: Formulários de Referência (FR); Relações com Investidores (RI); Portal *J.P. Morgan Asset Management* (JPMorgan).

Fonte: Elaborado pelo autor.

A escolha desses indicadores se deu inspirada na literatura empírica sobre o tema (ver Silveira (2004), Vieira et al. (2011), Correia, Amaral e Louvet (2011), Catapan, Colauto e Barros (2013), Vilhena e Camargos (2015), Santos (2018) e Lopes, Beuren e Vicente (2021), por exemplo). No Quadro 6 são apresentadas as variáveis dependentes, independentes e de controle utilizadas, assim como suas fórmulas de cálculo.

Quadro 6 – Variáveis do estudo

Variáveis	Fórmulas de cálculo
Dependentes	ROE <i>Lucro Líquido/Patrimônio Líquido</i>
	ROA <i>Lucro Líquido/Ativo Total</i>
	$LAJIDA$ <i>LAJIDA/Ativo Total</i>
Independentes	$IGOV$ <i>Soma das Perguntas 1 a 10</i>
	$IGOV8$ <i>Soma das Perguntas 4 a 11</i>
	$NDGC$ <i>Dummy: 0 para mercado tradicional, 1 para NDGC</i>

Controle	<i>TAM</i>	$\ln(\text{Ativos Totais})$
	<i>END</i>	$(\text{Passivo Circulante} + \text{Passivo não Circulante})/\text{Ativo Total}$
	<i>ILC</i>	$\text{Ativo Circulante}/\text{Passivo Circulante}$
	<i>CRES</i>	$(\text{Vendas}_t - \text{Vendas}_{t-1})/\text{Vendas}_{t-1}$
	<i>ML</i>	$\text{Lucro Líquido}/\text{Receita Líquida}$
	<i>GAF</i>	$\text{Ativo Total}/\text{Patrimônio Líquido}$

Fonte: Elaborado pelo autor.

5.3.2 Modelos estatísticos

Os estudos empíricos acerca da governança corporativa podem ser suscetíveis a problemas econométricos que, quando não ponderados, podem induzir a interpretações equivocadas dos resultados (SILVEIRA, 2010, CAIXE; KRAUTER, 2014). O principal problema relatado pela literatura diz respeito à endogeneidade dos indicadores de governança que pode ser causado pela simultaneidade (ou causalidade reversa), omissão de variáveis e o efeito *feedback* (BÖRSCH-SUPAN; KÖKE, 2002, CAIXE; KRAUTER, 2014).

Caixe e Krauter (2014) ressaltam que a utilização de variáveis de controle, assim como a estimação de regressões por meio de dados em painel de efeitos fixos ou efeitos aleatórios, como nos estudos de Carvalhal-da-Silva e Leal (2005) e Santos (2018), representam formas de reduzir esses problemas, principalmente em relação à omissão de variáveis. Entretanto, Wooldridge (2010) destaca que um dos pressupostos dos modelos de dados em painel é a de exogeneidade estrita, isto é, caso o índice de governança corporativa empregado no estudo seja de natureza endógena, a estimação por dados em painel se torna espúria.

Assim sendo, para verificar a relação entre a governança corporativa e o desempenho financeiro das empresas, foram estimados modelos de regressão via método de dados em painel, que considera as *proxies* de governança corporativa como variáveis exógenas e modelos de regressão por meio da abordagem de variáveis instrumentais (IV), que considera as *proxies* de governança corporativa como variáveis endógenas. A combinação formada por esses dois métodos de estimação, juntamente com as três *proxies* de governança e as três métricas de desempenho financeiro, resultou na estimação de 18 regressões distintas, gerando, dessa forma, resultados mais robustos. As especificações gerais dos modelos utilizados são descritas na Equação 2.

$$DF_{it} = \beta_{0it} + \beta_{1it}GC_{it} + \beta_{2it}TAM_{it} + \beta_{3it}END_{it} + \beta_{4it}ILC_{it} + \beta_{5it}CRES_{it} + \beta_{6it}ML_{it} + \beta_{7it}GAF_{it} + e_{it} \quad (2)$$

Em que DF_{it} representa as variáveis dependentes e refere-se ao desempenho financeiro das empresas (ROE , ROA e $LAJIDA$); GC_{it} são as variáveis independentes que representam a qualidade da governança corporativa ($IGOV$, $IGOV8$ e $NDGC$); TAM , END , ILC , $CRES$, ML e GAF são as demais variáveis independentes (controle) do modelo; β_0 refere-se ao parâmetro de intercepto; β_1 , β_2 , β_3 , β_4 , β_5 , β_6 e β_7 referem-se aos coeficientes correspondentes a cada uma das variáveis explicativas do modelo e e_{it} refere-se ao erro idiossincrático, uma vez que varia aleatoriamente para todas as empresas e períodos.

As regressões via dados em painel podem ser estimadas por modelo *pooled* (dados empilhados), modelo de efeitos aleatórios (RE) e modelo de efeitos fixos (FE) (WOOLDRIDGE, 2010). A identificação do modelo mais adequado aos dados do estudo depende da realização de testes estatísticos. Dessa forma, utilizaram-se os testes de Breusch-Pagan para a comparação entre o modelo RE e o modelo *pooled*, de Chow para a comparação entre o modelo *pooled* e o modelo FE, tal e qual o teste de Hausman para a comparação entre o modelo FE e RE.

Obteve-se, como resultados de tais testes, p-valores <0,01 em todas as regressões analisadas, o que aponta o modelo FE como o mais adequado aos dados do estudo. No modelo FE, pressupõe-se que cada grupo tenha um intercepto diferente, que é constante ao longo do tempo (FÁVERO; BELFIORE, 2017).

Uma vez que os testes supracitados indicaram a utilização do modelo de efeitos fixos como a mais adequada aos dados do estudo, os modelos de regressão por meio de variáveis instrumentais (IV) foi estimada pelo mesmo procedimento (*Instrumental-variables regressions - FE*).

De acordo com Silveira, Barros e Famá (2006), a utilização de IV é uma solução para todos os problemas de endogeneidade e, para isso, os instrumentos devem ter correlação nula com o termo de erro da equação original, embora estejam correlacionados com as variáveis independentes (GREENE, 2003, LARCKER; RUSTICUS, 2010). Nesse sentido, optou-se, como variáveis instrumentais, pelas defasagens ($t-1$) das variáveis de controle, procedimento

utilizado também por Larcker e Rusticus (2010), O'Connor e Rafferty (2012) e Edwards, Soares e Lima (2013), por exemplo.

Estimados os modelos, foram realizados os testes de especificação no intuito de verificar se os pressupostos dos mesmos foram cumpridos (normalidade dos resíduos, multicolinearidade, homoscedasticidade e autocorrelação). No que diz respeito à normalidade dos resíduos, o teste de Jarque-Bera rejeitou a hipótese nula de distribuição normal em todos os modelos. Entretanto, pelo teorema do limite central, quando o tamanho da amostra é suficientemente grande, a inferência estatística não é invalidada (WOOLDRIDGE, 2010). Por sua vez, os testes de Breusch-Pagan e Breusch-Godfrey indicaram problemas de homoscedasticidade e autocorrelação, respectivamente. Como correção, optou-se por estimar as regressões FE com erros padrões robustos (HAC), procedimento desenvolvido por Newey e West (1987) como uma solução única para os dois problemas. As regressões IV, por seu tempo, foram estimadas pelo procedimento *vce (robust)*.

Por fim, o teste de multicolinearidade foi realizado por meio dos valores do fator de inflação da variância (FIV) para as variáveis do estudo e os resultados são expressos na Tabela 15. De acordo com Wooldridge (2010), assume-se, pela literatura, que valores inferiores a 10 para o FIV indicam que não há problemas com colinearidade entre as variáveis estudadas. Ademais, na Tabela 16 é exposta a matriz de correlação das variáveis independentes. Observa-se que a maior correlação entre essas variáveis ocorre entre o END e TAM, com valor de 0,2960.

Tabela 15 – FIV das variáveis independentes

Variável	FIV	1/FIV
IGOV	3,097	0,323
IGOV8	3,169	0,316
NDGC	1,148	0,871
TAM	1,236	0,809
END	1,245	0,803
ILC	1,180	0,847
CRES	1,011	0,989
ML	1,065	0,939
GAF	1,067	0,937

Fonte: Elaborada pelo autor.

Tabela 16 – Matriz de correlação das variáveis independentes

Variáveis	IGOV	IGOV8	NDGC	TAM	END	ILC	CRES	ML	GAF
IGOV	1								
IGOV8	0,8113	1							
NDGC	0,2809	0,2688	1						
TAM	-0,0236	0,1015	-0,1102	1					
END	0,0393	0,0777	0,1390	0,2960	1				
ILC	0,0122	-0,0714	-0,0179	-0,1890	-0,3122	1			
CRES	-0,0035	-0,0150	0,0145	0,0539	0,0731	-0,0639	1		
ML	0,0213	0,0714	-0,0280	0,0160	0,1130	-0,2099	-0,0030	1	
GAF	0,0344	0,0710	0,0521	-0,1456	0,0878	-0,0946	-0,0280	0,0988	1

Fonte: Elaborada pelo autor.

As regressões e os testes executados neste estudo foram estimados via *software Stata*, a partir dos dados anuais, de 2010 a 2020, das empresas que integraram a amostra. Os resultados e as discussões dos mesmos são apresentados nas próximas seções.

5.4 Resultados

Na Tabela 17 são exibidas as estatísticas descritivas das variáveis independentes (métricas da qualidade da governança corporativa), enquanto na Tabela 18 exibem-se os resultados da classificação das empresas com relação ao seu nível de governança corporativa.

Tabela 17 – Resumo das estatísticas descritivas - métricas da qualidade da governança

Período	IGOV				IGOV8				NDGC			
	Méd	Mín	Máx	DP	Méd	Mín	Máx	DP	Méd	Mín	Máx	DP
2010	5,87	1,00	9,00	1,67	4,19	0,00	7,00	1,29	0,82	0,00	1,00	0,38
2011	6,01	1,00	9,00	1,83	4,34	0,00	7,00	1,39	0,85	0,00	1,00	0,36
2012	6,11	1,00	9,00	1,71	4,41	0,00	7,00	1,32	0,85	0,00	1,00	0,35
2013	6,10	1,00	9,00	1,76	4,40	0,00	7,00	1,33	0,87	0,00	1,00	0,34
2014	6,21	1,00	10,00	1,74	4,46	0,00	7,00	1,30	0,88	0,00	1,00	0,32
2015	6,14	2,00	10,00	1,71	4,39	1,00	7,00	1,28	0,88	0,00	1,00	0,33
2016	6,13	1,00	10,00	1,76	4,38	1,00	7,00	1,32	0,88	0,00	1,00	0,33
2017	6,13	1,00	10,00	1,78	4,33	0,00	7,00	1,47	0,87	0,00	1,00	0,33
2018	6,29	1,00	10,00	1,76	4,44	0,00	8,00	1,48	0,88	0,00	1,00	0,33
2019	6,27	2,00	10,00	1,72	4,40	0,00	8,00	1,47	0,89	0,00	1,00	0,32
2020	6,31	1,00	10,00	1,59	4,45	0,00	7,00	1,33	0,90	0,00	1,00	0,29
Total	6,14	1,00	10,00	1,73	4,38	0,00	8,00	1,36	0,87	0,00	1,00	0,33

Fonte: Elaborada pelo autor.

Tabela 18 – Classificação da governança corporativa

Classificação IGOV										
Baixa governança					Média governança			Alta governança		
0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
0,00%	0,73%	1,83%	4,18%	8,13%	21,47%	20,95%	19,05%	15,09%	7,84%	0,73%
14,87%					61,47%			23,66%		

Classificação IGOV8									
Baixa governança				Média governança		Alta governança			
0	1	2	3	4	5	6	7	8	
0,66%	1,98%	4,47%	16,70%	30,40%	24,91%	15,31%	5,42%	0,15%	
23,81%				55,31%		20,88%			

Fonte: Elaborada pelo autor.

As empresas da amostra foram classificadas, de acordo com os índices de governança criados neste trabalho, em três diferentes grupos. Para o IGOV, o primeiro grupo (baixa qualidade de governança) foi formado pelas empresas com IGOV entre 0 e 4. O segundo grupo (média qualidade de governança) foi formado pelas empresas com IGOV entre 5 e 7 e, por fim, o terceiro grupo compreendeu as empresas com IGOV entre 8 e 10 (alta qualidade de governança).

Da mesma maneira, foi realizada a classificação por meio do IGOV8, em que o primeiro grupo foi composto pelas empresas de baixa qualidade de governança (IGOV8 de 0 a 3), o segundo grupo foi composto pelas empresas de média qualidade de governança (IGOV8 de 4 a 5) e o terceiro grupo, alta qualidade de governança, formado pelas empresas com IGOV8 entre 6 e 8.

No que tange aos modelos estimados, na Tabela 19 são exibidos os coeficientes das regressões estimadas com a *proxy* IGOV representando a qualidade da governança corporativa (variável independente) e o ROE, o ROA e o LAJIDA como variáveis dependentes, correspondendo ao desempenho financeiro, assim como o coeficiente de determinação (R^2 *within*) para todos os modelos.

Por sua vez, nas Tabela 20 e 21 expõem-se os coeficientes das regressões estimadas com o índice IGOV8 e a *proxy* NDGC representando a qualidade da governança corporativa, respectivamente.

Tabela 19 – Resultados das regressões com o IGOV como métrica de governança

Variáveis	ROE		ROA		LAJIDA	
	FE	IV	FE	IV	FE	IV
Constante	-192,39***	-149,65**	-39,39***	-22,22	-235,62**	2,25
IGOV	1,72	2,11	0,65**	0,84***	9,28***	12,00***
TAM	11,73***	9,59**	2,28**	1,45	13,61*	2,20
END	-0,43***	-0,42***	-0,11***	-0,12***	-0,44	-0,55*
ILC	3,27*	3,55*	0,63	0,76*	-1,69	0,08
CRES	-0,03***	-0,03***	-0,01***	-0,003***	-0,01	-0,002*
ML	0,02***	0,02***	0,01***	0,007***	0,06***	0,07***
GAF	16,85***	-0,32	7,61***	-0,07**	108,68***	-0,69**
R ² within	0,1285	0,1301	0,2137	0,1691	0,2464	0,1490

Nota: Os asteriscos indicam os níveis de significância: * $p < 0,10$, ** $p < 0,05$, *** $p < 0,01$; (ii) Os testes F de todos os modelos FE apresentaram 99% de significância, assim como os testes *Wald Chi-Squared* para os modelos IV.

Fonte: Elaborada pelo autor.

Tabela 20 – Resultados das regressões com o IGOV8 como métrica de governança

Variáveis	ROE		ROA		LAJIDA	
	FE	IV	FE	IV	FE	IV
Constante	-192,69***	-154,28**	-40,09***	-24,27*	-253,84**	-29,94
IGOV8	3,64**	4,13***	1,14***	1,40***	12,87***	16,88***
TAM	11,49***	9,57**	2,28***	1,51*	14,89*	4,16
END	-0,44***	-0,44***	-0,11***	-0,12***	-0,47	-0,58*
ILC	3,34*	3,60**	0,66	0,78*	-1,35	0,44
CRES	-0,03***	-0,03***	-0,01***	-0,003***	-0,01	-0,0008
ML	0,02***	0,02***	0,01***	0,007***	0,06***	0,08***
GAF	15,27**	-0,31	7,20***	-0,06**	105,42***	-0,66**
R ² within	0,1380	0,1418	0,2262	0,1874	0,2531	0,1624

Nota: Os asteriscos indicam os níveis de significância: * $p < 0,10$, ** $p < 0,05$, *** $p < 0,01$; (ii) Os testes F de todos os modelos FE apresentaram 99% de significância, assim como os testes *Wald Chi-Squared* para os modelos IV.

Fonte: Elaborada pelo autor.

Tabela 21 – Resultados das regressões com o NDGC como métrica de governança

Variáveis	ROE		ROA		LAJIDA	
	FE	IV	FE	IV	FE	IV
Constante	-203,25***	-160,26***	-42,96***	-25,86*	-302,78**	-67,51
NDGC	3,31	4,13	0,22	0,63	34,33*	40,21***
TAM	12,82***	10,80***	2,71***	1,95**	19,16**	8,83
END	-0,43***	-0,43***	0,11***	-0,12***	-0,47	-0,60*
ILC	3,33*	3,65**	0,66	0,80*	-1,33	0,66
CRES	-0,03***	-0,027***	-0,01***	-0,003***	-0,02***	-0,01*
ML	0,02***	0,018***	0,01***	0,007***	0,07***	0,08***
GAF	18,00***	-0,32	8,07***	-0,07**	114,52***	-0,70**
R ² <i>within</i>	0,1240	0,1233	0,2019	0,1493	0,2289	0,1175

Nota: Os asteriscos indicam os níveis de significância: * $p < 0,10$, ** $p < 0,05$, *** $p < 0,01$; (ii) Os testes F de todos os modelos FE apresentaram 99% de significância, assim como os testes *Wald Chi-Squared* para os modelos IV.

Fonte: Elaborada pelo autor.

5.5 Discussão

A primeira análise diz respeito às estatísticas descritivas, pelas quais é possível observar que o valor médio do IGOV aumentou de 5,87, em 2010, para 6,31, em 2020 e a média do período foi de 6,14. Ressaltem-se as diferenças substanciais na adoção das boas práticas de governança por parte das empresas analisadas, haja vista que o valor mínimo foi de 1 e o máximo de 10, evidenciando distribuição ampla do índice.

Por sua vez, para o IGOV8 foi registrada média de 4,38 no período analisado, com aumento de 4,19, em 2010, para 4,45, no ano de 2020. Assim como o IGOV, o IGOV8 apresentou distribuição ampla, com valor mínimo de 0 e máximo de 8, registrando boa amplitude do índice. Com relação à *proxy* NDGC, esta apresentou média de 0,87 no período analisado, com um pequeno aumento de 2010 para 2020 (0,08). Por se tratar de uma variável *dummy*, que assume valores de 0 ou 1, a média $> 0,5$ indica que a maioria das empresas da amostra é negociada nos NDGC da B3.

Concernente à classificação dos indicadores de governança, pelo IGOV, 14,87% das empresas foram classificadas como baixa qualidade de governança, 61,47% como média qualidade e

23,66% como alta qualidade. Quanto à qualidade da governança corporativa pelo IGOV8, 23,81% das empresas foram classificadas como baixa qualidade, 55,31% foram classificadas como média qualidade e 20,88% foram classificadas como alta qualidade. Independentemente do indicador utilizado, este resultado mostra que grande parte das empresas brasileiras com ações negociadas pela B3 ainda precisa melhorar seus mecanismos de governança.

Ao investigar os resultados obtidos por meio das regressões estimadas com o IGOV como variável independente, aponta-se que, em uma análise da significância global dos modelos, por meio do teste F para os modelos FE e do teste *Wald Chi-Squared* para os modelos IV, rejeitou-se fortemente a hipótese nula (p -valor = 0). Desse modo, é possível afirmar que, conjuntamente, as variáveis independentes são significativas como variáveis explicativas para os modelos estimados.

Com relação ao coeficiente de determinação dos modelos, ressalta-se que os valores obtidos para os modelos FE são superiores aos coeficientes dos modelos IV, na maioria dos casos. Nas regressões estimadas por meio de FE, as variáveis consideradas são capazes de explicar cerca de 12,85% da variação total do ROE, 21,37% da variação total do ROA e 24,64% da variação do LAJIDA. Por sua parte, nas regressões estimadas via IV, as variáveis analisadas explicam cerca de 13% da variação do ROE, 16,91% da variação total do ROA e 14,9% da variação do LAJIDA. Tal fato é esperado, uma vez que há outras características que influenciam o desempenho financeiro das empresas, como o setor de atuação e o cenário macroeconômico, por exemplo.

No que tange à significância dos coeficientes, nos modelos estimados para ROE, apenas o GAF exibiu resultados discrepantes, a depender do método utilizado, sendo positivo e estatisticamente significativo no modelo FE e negativo no modelo IV sem significância estatística nem mesmo ao nível de 10%. A qualidade da governança, medida pelo índice IGOV, não foi estatisticamente significativa em nenhum dos modelos. Por outro lado, todos os demais coeficientes apresentaram significância (a Constante, o TAM, o END, o CRES, o ML e o GAF, a 1% e o ILC, a 10%).

Nas regressões que têm como variável dependente o ROA, o índice IGOV foi estatisticamente significativo em ambos os modelos, o ILC não foi significativo no modelo FE e a Constante e o TAM não foram significativos no modelo IV. Todas as demais variáveis foram significativas. Por outro lado, nas regressões que têm como variável dependente o LAJIDA, o END, o ILC e

o CRES não exibiram significância estatística no modelo estimado por FE, assim como a Constante, o TAM e o ILC no modelo IV.

Assim como nos modelos com o IGOV, nos modelos com o IGOV8, o teste F para os modelos FE e o teste *Wald Chi-Squared* para os modelos IV rejeitaram fortemente a hipótese nula (p-valor = 0). Isto é, conjuntamente, as variáveis independentes são significativas como variáveis explicativas para os modelos estimados. Com relação ao coeficiente de determinação dos modelos, nas regressões estimadas por meio de FE, as variáveis estudadas explicaram cerca de 13,8% da variação total ROE, 22,62% da variação total do ROA e 25,31% da variação do LAJIDA. Por sua vez, nas regressões estimadas por intermédio de IV, as variáveis consideradas foram capazes de explicar cerca de 14,18% da variação do ROE, 18,74% da variação total do ROA e 16,24% da variação do LAJIDA.

Os coeficientes dos modelos estimados para ROE como variável dependente apresentaram significância estatística para todas as variáveis, com exceção do GAF no modelo estimado via IV. Diferentemente do IGOV, a qualidade da governança medida de IGOV8 foi estatisticamente significativa, a 5%, no modelo estimado via FE e significativa, a 1%, no modelo de IV.

Nas regressões estimadas com o ROA como variável dependente, o ILC não foi significativo no modelo FE. Todas as demais variáveis apresentaram coeficiente estatisticamente significativo em ambos os modelos (FE e IV). O índice IGOV8 foi significativo a 1% em ambos os modelos. O mesmo nível de significância foi observado no coeficiente do IGOV8 quando o LAJIDA foi a variável explicada. Por outro lado, o END, o ILC e o CRES não exibiram significância estatística no modelo estimado por FE, assim como a Constante, o TAM e o ILC no modelo IV.

Por último, as análises das regressões estimadas contendo a *proxy* NDGC como métrica da governança corporativa das empresas evidenciaram que o teste F para os modelos FE e o teste *Wald Chi-Squared* para os modelos IV rejeitaram novamente a hipótese nula (p-valor = 0), demonstrando que as variáveis independentes são significativas para os modelos estimados. Nas regressões estimadas via FE o coeficiente de determinação mostrou que as variáveis avaliadas explicam cerca de 12,4% da variação total do ROE, 20,19% da variação total do ROA e 22,89% da variação do LAJIDA. Nas regressões estimadas por meio de IV, as variáveis estudadas foram capazes de explicar 12,33% da variação do ROE, 14,93% da variação total do ROA e 11,75% da variação do LAJIDA.

No que diz respeito à significância dos coeficientes, a qualidade da governança, quando medida pela *proxy* NDGC, apresentou significância estatística apenas nos modelos estimados com o LAJIDA como variável explicada (1% no modelo IV e 10% no modelo FE). Nas regressões estimadas para o ROE, o GAF não foi significativo no modelo IV. As demais variáveis, com exclusão da *proxy* NDGC, apresentaram significância em ambos os modelos.

Por seu tempo, as regressões com o ROA como variável dependente exibiram coeficientes significativos estatisticamente na maioria das variáveis. A exceção foi documentada nas variáveis NDGC e ILC no modelo FE e NDGC no modelo IV. Por fim, nas regressões que têm como variável dependente o LAJIDA, o END e o ILC não exibiram significância estatística no modelo estimado por FE, assim como a Constante, o TAM e o ILC no modelo IV, resultado similar ao observado nas regressões com os índices IGOV e IGOV8 como métricas de governança.

Em suma, os coeficientes para o IGOV e IGOV8 apresentaram relação positiva com o desempenho em todos os modelos estimados e para todas as variáveis dependentes (ROE, ROA e LAJIDA). Destaca-se a significância observada em todos os modelos em que o IGOV8 foi empregado como métrica de governança, sugerindo que este índice pode ser uma boa medida da qualidade da governança corporativa para as empresas brasileiras, independentemente de ser uma variável exógena (FE) ou endógena (IV).

Apesar de não significativa em grande parte dos modelos, a relação entre NDGC e desempenho também foi positiva em todos os casos. Essa relação já era esperada, uma vez que demonstra que empresas com melhor qualidade de governança corporativa têm desempenho financeiro estatisticamente superior ao das demais. A relação observada corrobora os resultados documentados por Silveira (2004), Kimura et al. (2012), Catapan, Colauto e Barros (2013) e Machado et al. (2020) e vai de encontro a Vieira et al. (2011), Vilhena e Camargos (2015) e Lopes, Beuren e Vicente (2021), por exemplo.

Na Tabela 22 é exposto um resumo das significâncias estatísticas documentadas neste estudo, na qual se observa que o índice IGOV8 foi a única métrica da qualidade da governança corporativa com significância em todos os modelos estimados. Tal resultado corrobora os achados anteriores sobre a influência positiva das boas práticas de governança sobre o desempenho financeiro das empresas. Além disso, essa resposta sugere que o referido índice é uma boa medida de governança e pode ser uma importante ferramenta não só para os próximos

estudos na área financeira, mas um instrumento de gestão capaz de auxiliar investidores e administradores.

Tabela 22 – Resumo da significância dos coeficientes encontrados nas regressões estimadas

Métricas de Governança	ROE		ROA		LAJIDA	
	FE	IV	FE	IV	FE	IV
IGOV	n.s.	n.s.	5%	1%	1%	1%
IGOV8	5%	1%	1%	1%	1%	1%
NDGC	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	10%	1%

Nota: Coeficiente não significativo (n.s.).

Fonte: Elaborada pelo autor.

5.6 Considerações Finais

Objetivou-se examinar o impacto da governança corporativa no desempenho financeiro das empresas brasileiras com ações negociadas pela B3 entre os anos de 2010 e 2020. Para tanto, contou-se com dados anuais de uma amostra de 118 empresas não financeiras. Como métrica da qualidade da governança corporativa, optou-se pela construção de um índice IGOV formado por meio da soma das respostas a 10 perguntas binárias objetivas, em que, para cada resposta positiva, adicionou-se um ponto ao índice. Foi testada também uma variação do IGOV, o IGOV8, a fim de oferecer uma alternativa de mensuração das melhores práticas de governança corporativa no Brasil. Ademais, foi acrescentada nas análises a *proxy* NDGC uma variável *dummy* que recebeu valor 1, quando a empresa em questão era listada em algum dos níveis de governança da B3 e 0, quando era listada no mercado tradicional, haja vista que esta é a forma mais utilizada nos estudos empíricos brasileiros acerca da governança.

Os coeficientes para o IGOV e IGOV8 apresentaram relação positiva com o desempenho em todos os modelos estimados e para todas as variáveis dependentes (ROE, ROA e LAJIDA). Apesar de não significativa em grande parte dos modelos, a relação entre NDGC e desempenho também foi positiva em todos os casos. Essa relação demonstrou que, no Brasil, as empresas com melhor qualidade de governança corporativa tendem a apresentar desempenho financeiro estatisticamente superior ao das demais.

Destaca-se a significância observada em todos os modelos em que o IGOV8 foi empregado

como métrica de governança, sugerindo que este índice pode ser uma boa medida da qualidade da governança corporativa para as empresas brasileiras, independentemente de ser uma variável exógena ou endógena.

Este estudo contribui com a literatura empírica de finanças ao corroborar os achados anteriores sobre a influência positiva das boas práticas de governança sobre o desempenho financeiro das empresas. Ademais, os índices da qualidade da governança sugeridos, principalmente o IGOV8, que apresentou significância estatística em todos os modelos estimados e é de obtenção mais simples do que o IGOV, uma vez que carece de menos variáveis (*inputs*), podem ser uma importante ferramenta não só para os próximos estudos na área financeira, mas um instrumento de gestão capaz de auxiliar administradores e investidores.

6 EFEITOS DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NA DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS DAS EMPRESAS BRASILEIRAS LISTADAS NA B3

*É um vício comum a todos os homens, o não se importar-se
Com a tempestade no perdurar da bonança.*
(Maquiavel – O Príncipe)

Por meio de um conjunto de mecanismos de monitoramento da gestão e do desempenho empresarial, a governança corporativa visa alinhar os interesses gerados pelos conflitos de agência entre gestores e proprietários. Neste segmento, este estudo foi realizado com o objetivo de analisar a influência da qualidade da governança corporativa na distribuição de dividendos das empresas brasileiras não financeiras, com ações negociadas pela Brasil Bolsa Balcão (B3) entre 2010 e 2020. Para tanto, foram estimados modelos de regressão por meio da abordagem de variáveis instrumentais em uma amostra de 118 empresas pertencentes a nove diferentes setores. Como métricas de governança, além dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da B3, empregou-se um índice de governança que considerou os mecanismos Conselho de Administração, Estrutura de Propriedade e de Controle, Divulgação e Transparência, Incentivos aos Administradores e Nível de *Disclosure*, além do setor de atuação das empresas. A relação entre a governança corporativa e a distribuição de dividendos foi negativa e estatisticamente significativa em apenas um dos modelos estimados; nos demais não foi observada significância. Constatou-se, ainda, que, na maioria das estimações, o Endividamento e o Risco Sistemático se mostraram positivamente relacionados com a distribuição de dividendos, enquanto o Tamanho e a Liquidez Corrente, foram negativamente relacionados.

6.1 Introdução

Miller e Modigliani (1961) afirmaram que os dividendos não influenciam o valor do negócio, mas, para isso, consideraram um mercado sem imperfeições, no qual apenas investimentos realizados pela organização impactam a distribuição de dividendos. Nos anos seguintes, eles mesmos contestaram esta ideia, uma vez que ela desconsiderava variáveis que, na prática, interferem na

política de distribuição de dividendos e, conseqüentemente, no valor da empresa. Entre essas variáveis estariam os impostos, a teoria da sinalização, o fluxo de caixa, o efeito clientela e a estrutura de capital (JENSEN; MECKLING, 1976).

O estudo de Martins e Famá (2012) reforçou a ideia de variáveis impactando os dividendos, tendo os autores identificado que as variáveis de maior influência positiva eram o lucro líquido, o fluxo de caixa, o porte da empresa e o menor endividamento. Aquelas que mais influenciavam negativamente consistiam em oportunidades de investimento e na maior concentração de propriedade nas mãos do acionista controlador (ROSA; BASTOS; RIBEIRO, 2022). Para Silva et al. (2017), o dividendo representa a parte do lucro distribuído entre os acionistas, sendo uma forma de remunerá-los pelo capital investido. Em mercados emergentes, como o Brasil, a distribuição de lucros representa, também, uma prática de minimização da assimetria informacional entre gestores e proprietários, e entre acionistas majoritários e minoritários.

Existem evidências de que a política de dividendos sinaliza ainda o bem-estar econômico-financeiro da firma. Para ilustrar esse fato, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) declara que as empresas alinham os seus interesses para otimizar o valor econômico da organização, contribuindo para a qualidade da sua gestão, sua longevidade e o bem comum (IBGC, 2015). Silva et al. (2017) afirmam que quando a distribuição de dividendos é majorada, espera-se uma reação positiva do mercado em relação à empresa. Dessa forma, as empresas são incentivadas a apresentarem estratégias de distribuição de dividendos estáveis, uma vez que isso sinaliza aos *stakeholders* a confiança da gestão quanto à sua situação econômico-financeira (SALSA, 2009). Nesse sentido, a distribuição de dividendos é uma das ações que podem interferir e afetar as percepções sobre a reputação da empresa.

A política de dividendos também pode se apresentar como um fator atenuante dos conflitos de agência. Em seu artigo seminal, Jensen e Meckling (1976) propuseram a teoria da agência, que trata dos conflitos de interesse entre acionistas e gestores, quando estes últimos procuram maximizar suas próprias riquezas. Com base nessa teoria, as decisões relativas às empresas podem ser enviesadas para o objetivo do gestor, deixando de contribuir para o desempenho geral da firma, refletindo em alterações nos recursos disponíveis para distribuição para os acionistas (SOUZA; PEIXOTO; SANTOS, 2016).

Maury e Pajuste (2002) utilizaram duas abordagens para explicar também como a política de dividendos atenua os problemas de agência. A primeira (modelo de resultados) considera a

política de dividendos como resultado do conflito entre acionistas majoritários e minoritários, e entre administradores (gestor ou agente) e acionistas (principal). A segunda (modelo substituto) argumenta que o oportunismo do gestor pode ser reduzido por meio de políticas de dividendos apropriadas. Este segundo modelo sugere que as empresas com os interesses minoritários tentam estabelecer uma reputação pagando dividendos (LA PORTA et al., 2000b), diminuindo a expropriação dos majoritários sobre eles, e minimizando os conflitos (CARVALHAL-DA-SILVA; LEAL, 2005).

De acordo com Farooque, Hamid e Sun (2021), a política de dividendos varia ao longo do tempo entre empresas e países, particularmente entre mercados de capitais desenvolvidos e emergentes. Em países regulados pela *Common Law*, com forte proteção aos acionistas, as empresas distribuem dividendos mais altos que naqueles de *Civil Law*, cuja proteção é menor (LA PORTA, et al., 2000a). Estes últimos são mercados imperfeitos, caracterizados pela presença de assimetria informacional, em que os gestores detêm informações privilegiadas sobre a empresa. No artigo seminal de Myers e Majluf (1984), a hipótese da assimetria informacional é abordada quando os autores relatam que os gestores conhecem mais sobre o valor e o desempenho das empresas que os investidores potenciais. Nesse contexto, a governança corporativa surge com o objetivo de reduzir essa assimetria informacional e, concomitantemente, os problemas de agência (SILVA et al., 2017).

No Brasil, a governança corporativa tornou-se uma preocupação para entidades, investidores, governos e órgãos reguladores desde o final dos anos 1990. Por meio de um conjunto de mecanismos de monitoramento da gestão e do desempenho empresarial, essa prática visou alinhar os interesses gerados pelos conflitos de agência entre gestores e proprietários (SILVA et al., 2017), ganhando notoriedade ao certificar que a empresa seja administrada segundo os interesses dos investidores (ROSA; BASTOS; RIBEIRO, 2022). Dessa maneira, é de se esperar que a governança corporativa influencie também a política de distribuição de dividendos das empresas brasileiras. Acerca disso, Souza, Peixoto e Santos (2016) apontaram que a governança corporativa exerce impacto positivo no volume de dividendos pagos, isto é, o fato de as empresas pertencerem aos mais altos níveis de governança corporativa faz com que a distribuição de dividendos seja maior.

Além disso, as práticas de governança corporativa podem reduzir o risco para os investidores devido ao aumento no valor das ações, provocado pelo aumento da liquidez e do volume de negociação. A partir do aumento do valor das ações poderia haver uma redução em seu custo

de capital, o que representaria, para a empresa, a necessidade de captar recursos a custos mais baixos, com a probabilidade de maiores retornos sobre os investimentos e maiores dividendos para os acionistas (ZAGONEL; TERRA; PASUCH, 2018). Estudos como os de Ribeiro et al. (2013) e Souza, Peixoto e Santos (2016) corroboraram essa visão. Entretanto, outros trabalhos, como os de Bellato, Silveira e Savoia (2006) e Freire et al. (2021), chegaram a evidências contrárias ao documentarem uma relação negativa entre a qualidade da governança corporativa e os dividendos distribuídos pelas empresas brasileiras.

Exposta a relevância da política de distribuição de dividendos e da governança corporativa para as empresas e investidores, e considerando os resultados discordes de estudos anteriores sobre a relação entre esses aspectos, questiona-se: quais os impactos da qualidade da governança corporativa sobre a distribuição de dividendos das empresas brasileiras? Para responder a tal questão, neste estudo analisou-se a influência da governança corporativa na política de distribuição de dividendos das empresas brasileiras não financeiras, com ações negociadas pela Brasil Bolsa Balcão (B3) entre 2010 e 2020.

Este estudo justifica-se, portanto, na necessidade de demonstrar como as práticas de governança corporativa podem auxiliar na política de dividendos e na mitigação do conflito de agência e proteção do interesse dos acionistas e demais *stakeholders*. Ademais, este estudo inova ao empregar, como uma das métricas da qualidade da governança corporativa, um índice de construção própria, considerando os mecanismos de governança, quais sejam, Conselho de Administração, Estrutura de Propriedade e de Controle, Divulgação e Transparência, Incentivos aos Administradores e Nível de *Disclosure*, além da literatura empírica sobre o tema.

Dessa forma, este estudo é relevante não só para gestores interessados na política de distribuição de dividendos de suas empresas, mas também para investidores, que demandam a adequada remuneração de seu capital. Ademais, contribui-se com a academia ao atualizar a literatura acerca do tema que, apesar de vasta, não desponta para conclusões uníssonas.

6.2 Referencial Teórico

Embora o termo governança corporativa tenha sua origem assentada na reflexão em torno da ética acerca das relações entre a sociedade e o mundo corporativo, seu destaque se origina do desenvolvimento do que se denomina teoria da agência. Segundo Jensen e Meckling (1976), na

administração das empresas existe um conflito entre o principal (acionistas) e o agente (gestores), dando origem à assimetria de informações entre as partes, uma vez que cada uma delas pretende maximizar seus interesses. A teoria da agência trata, então, dos conflitos originados da separação entre propriedade e controle do capital da empresa.

No Brasil, segundo Borges e Serrão (2005), a governança corporativa passou por diversas transformações desde as décadas de 1950/1960. Neste período, as empresas tinham um controle familiar muito participativo, de modo que todas as decisões eram tomadas sob sua supervisão. Posteriormente, na década de 1970, popularizaram-se os conselhos de administração, que tinham como objetivo orientar as decisões de negócio da empresa, bem como fiscalizar as decisões das diretorias no dia a dia. Ainda na década de 1970 foi aprovada a Lei das Sociedades Anônimas que, entre suas determinações, previa o estabelecimento da divisão de poderes entre a diretoria e o conselho de administração. Na década de 1980, a difusão de diversos tipos de fundos, como os de pensão e de investimentos, reforçaram o papel fiscalizador das Bolsas de Valores, da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), do Conselho de Defesa Econômica (CADE), dentre outros órgãos, vindo a fortalecer os mecanismos de controle e, por conseguinte, a governança.

Já nos anos de 1990, os processos de privatização e abertura comercial do país incentivaram a participação de investidores na administração das empresas (BORGES; SERRÃO, 2005). No ano de 2000, a B3 criou os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC) que consistem em segmentos especiais de listagem desenvolvidos para proporcionar um ambiente de negociação que estimule o interesse dos investidores e a valorização das companhias. A criação desses segmentos foi adequada para a devida diferenciação do perfil das empresas negociadas pela bolsa brasileira e suas premissas prezam por regras de governança corporativa diferenciadas (CVM, 2013). A evolução da governança corporativa no Brasil no século XX está sistematizada no Quadro 7.

Quadro 7 – Evolução da governança corporativa do Brasil até o final do séc. XX

Período	Características
1950-1960	Gestão e controle familiar
1970	Conselhos de administração
1976	Lei das S.A.
1980	Fundos diversos
1990	Abertura comercial e privatização
2000	NDGC

Fonte: Elaborado pelo autor.

A evolução da governança corporativa no Brasil refletiu também na academia. De acordo com Ribeiro e Souza (2022a), as pesquisas que tinham a governança como tema central de estudo tiveram um crescimento significativo a partir dos anos 2000, principalmente aquelas voltadas a compreender o impacto da governança corporativa no valor das empresas (CARVALHAL-DASILVA; LEAL, 2005, CORREIA; AMARAL; LOUVET, 2011, CAIXE; KRAUTER, 2014, AGUIAR; PIMENTEL, 2017), no desempenho financeiro (SOUZA; CARDOSO; VIEIRA, 2017, LOPES; BEUREN; VICENTE, 2021, RIBEIRO; SOUZA, 2022b) e no custo e na estrutura de capital (FONSECA; SILVEIRA, 2016, JUNQUEIRA et al., 2017, MENDONÇA; MARTINS; TERRA, 2019, RIBEIRO; SOUZA, 2022c).

Concomitantemente, diversos pesquisadores buscaram analisar o impacto da qualidade da governança corporativa e seus mecanismos na política de pagamento de dividendos das empresas brasileiras. Bellato et al. (2006), por exemplo, analisaram a relação entre o excesso do poder de voto que pertence ao acionista controlador e a taxa de distribuição de dividendos nas empresas brasileiras de capital aberto. Para tal, os autores estimaram modelos via métodos dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO), efeitos aleatórios e efeitos fixos, para um painel com dados de 153 empresas, no período de 1998 a 2003. Os resultados alcançados evidenciaram a existência de uma relação negativa entre as variáveis, ou seja, o excesso do poder de voto do acionista controlador parece reduzir a taxa de pagamento de dividendos (*dividend yield*) das empresas brasileiras.

Similarmente à Bellato et al. (2006), Santos (2008) analisou como o perfil dos acionistas controladores influencia o percentual do lucro distribuído sob a forma de dividendos aos acionistas. Para isso, o autor utilizou uma amostra de empresas brasileiras com maior liquidez listadas na B3, no período de 2001 a 2006, bem como modelos estimados via MQO. Os resultados documentados mostraram que, nas empresas em que os maiores acionistas pertenciam ao conselho de administração, ocorria maior distribuição de lucros aos acionistas, ao passo que empresas em que o principal acionista era o governo havia uma distribuição menor. O autor observou, ainda, que o percentual do lucro distribuído via dividendos tinha relação negativa com a concentração de controle e positiva em relação ao tamanho da empresa, corroborando os achados de Bellato et al. (2006) e evidenciando que empresas maiores tendem a pagar proporcionalmente mais dividendos.

Hahn et al. (2010), por sua vez, estudaram a relação entre a política de distribuição de dividendos e os conflitos de agência entre os acionistas controladores e minoritários, nas

empresas brasileiras de capital aberto. Para isso, utilizaram uma análise de regressão com dados em painel em uma amostra de empresas listadas na B3, que distribuíram dividendos entre 1996 e 2008. Os autores apontaram relação positiva entre a concentração acionária e o *payout* das empresas que pagaram dividendos acima de 25%. Tal resultado sugere que essas empresas utilizavam a política de distribuição de dividendos como um meio de minimizar quaisquer tipos de conflitos entre os acionistas.

No que concerne à governança de forma mais abrangente, Ribeiro et al. (2013) estudaram a relação da distribuição de dividendos com as práticas de governança corporativa em uma amostra de 259 empresas com ações listadas na B3, destacando que 141 emitiram ações ordinárias e 118 emitiram ações preferenciais. A técnica utilizada foi a de um modelo de regressão multivariado, sendo a rentabilidade do dividendo a variável dependente e o nível de governança, a variável independente. Foi observada, pelos autores, distribuição desigual de dividendos por empresas de diferentes setores. Os resultados documentados mostram que as empresas que apresentavam níveis de governança corporativa mais elevados distribuíram um percentual maior de dividendos, em comparação com as demais.

Rodrigues (2015) também analisou se a política de distribuição de dividendos é impactada pela qualidade da governança corporativa das empresas, a partir de uma amostra de 466 empresas não financeiras listadas na B3, entre os anos de 2000 e 2013. Os resultados não evidenciaram relação significativa entre a qualidade da governança e a política de distribuição de dividendos das empresas analisadas. Por outro lado, Souza, Peixoto e Santos (2016) detectaram relação positiva entre as práticas de governança corporativa e o pagamento de dividendos de companhias não financeiras listadas no período de 2002 a 2013, indo de encontro ao resultado de Rodrigues (2015).

Por seu turno, Marques et al. (2015) também estudaram a relação entre a qualidade da governança corporativa, a política de dividendos, o nível de endividamento e o valor de mercado das empresas brasileiras. Utilizando os NDGC da B3 e uma amostra de 39 empresas dos Níveis 1, 2 e Novo Mercado, entre 2008 e 2013, os autores observaram a existência de diferenças estatisticamente significativas entre os grupos analisados, nas comparações de índice *payout*, isto é, a qualidade da governança parece impactar a distribuição de dividendos, com empresas mais bem governadas pagando dividendos superiores.

Souza, Peixoto e Santos (2016), utilizando uma regressão com dados em painel *Pooled-OLS* em uma amostra de empresas brasileiras negociadas pela B3 entre 2002 e 2013, concluíram que as companhias que adotam melhores práticas de governança corporativa remuneram, via dividendos, um volume maior do que as que não adotam tais práticas, salientando que, em períodos de crise, a prática de uma maior distribuição de dividendos se faz presente, resultado, portanto, similar ao de Marques et al. (2015).

Já Silva et al. (2018) analisaram a relação entre a distribuição de dividendos e os níveis de governança corporativa em 44 empresas brasileiras do setor de energia elétrica listadas na B3 entre 2010 e 2016. Os autores observaram que os níveis de governança são positivamente significativos na distribuição de dividendos, assim como as variáveis Tamanho e Retorno do Ativo. Por outro lado, Freire et al. (2021) verificaram a relação entre a governança corporativa, o ciclo de vida e a política de dividendos das empresas. Os autores utilizaram uma amostra das 94 maiores empresas de capital aberto listadas na B3 entre 2015 a 2017. Os resultados evidenciaram que a governança corporativa influencia negativamente a distribuição de dividendos, enquanto o ciclo de vida impacta positivamente.

Recentemente, Chain e Januzzi (2022) buscaram identificar os determinantes da política de dividendos das empresas brasileiras listadas na B3 e, para isso, empregaram modelos de Regressão Quantílica em uma amostra composta por 527 empresas, com dados anuais entre 1996 e 2020. Os resultados mostraram os fatores tamanho, rentabilidade e governança corporativa como os mais relevantes na maior parte das empresas, a depender do setor de atuação. Os achados desse estudo mostraram, ainda, relação positiva entre esses fatores e a política de dividendos em grande parte dos modelos estimados.

No que se refere a pesquisas internacionais, diversos autores, de diferentes países, elaboraram estudos no intuito de analisar a relação entre a governança corporativa e a política de pagamento de dividendos das companhias. No Quadro 8 sumarizam-se esses trabalhos, apresentando o mercado estudado, o período analisado e a relação observada.

Conforme observado, apesar de muito estudada em diferentes mercados, períodos e metodologias, a relação entre a qualidade da governança corporativa e a distribuição de dividendos não desponta para conclusões uníssonas. Autores como La Porta et al. (2000a), Mitton (2004) e Heidary e Jalilian (2016) argumentam que os dividendos podem ser uma ferramenta para reduzir o problema de agência, uma vez que, ao distribuí-lo, delimita-se o fluxo

de caixa livre que, por consequência, reduz a probabilidade de expropriação por parte dos gestores.

Quadro 8 – Estudos empíricos internacionais sobre a relação entre a governança corporativa e a distribuição de dividendos

Estudo	País	Período	Relação observada
Kumar (2006)	Índia	1994-2000	Não significativa
Adjaoud e Ben- Amar (2010)	Canadá	2002-2005	Positiva
Jiraporn, Kim e Kim (2011)	Estados Unidos	2001-2004	Positiva
Michael (2013)*	Nigéria	-	Negativa
Yarram (2015)	Austrália	2004-2009	Positiva
Esqueda (2015)	Países Emergentes	1990-2010	Negativa
Lin, Chen e Tsai (2017)	China	2003-2012	Não significativa
Gonzales et al. (2017)	América Latina	2007-2014	Não significativa
Farooque, Hamid e Sun (2021)	Austrália	2005-2011	Positiva
Ullah et al. (2021)	Paquistão	2014-2018	Positiva
Mai e Syarief (2021)	Indonésia	2009-2019	Positiva
Nazar (2021)	Sri Lanka	2009-2016	Positiva

* Nota: O período estudado não foi informado pelo autor.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Já Li e Zhao (2008) e Lin, Chen e Tsai (2017) advogam em favor da teoria da sinalização, na qual os pagamentos de dividendos aumentam a assimetria informacional, isto é, os dividendos atuam como um mecanismo de disciplina que reduz os custos da agência. Nesse sentido, pela teoria da sinalização, existiria relação negativa entre a governança corporativa e a política de distribuição de dividendos das empresas.

No Brasil, a discrepância entre os resultados observados tem ainda um fator metodológico, uma vez que Ribeiro e Souza (2022a) apontam que grande parte dos estudos nacionais sobre governança utilizam como *proxy* os NDGC da B3, enquanto uma minoria emprega índices mais amplos. Dessa forma, ainda há muito a ser estudado a respeito dessa relação, não só pela importância da governança corporativa para as empresas, mas, principalmente, pela relevância que a política de distribuição de dividendos tem para os gestores e investidores.

A partir dos achados anteriores aqui expostos e amparados pela teoria da agência, neste estudo analisa-se a relação entre a qualidade da governança corporativa e a política de pagamento de

dividendos das empresas brasileiras, por meio de um índice amplo de governança, conduzido pela seguinte hipótese de pesquisa:

Hipótese: a qualidade da governança corporativa é positivamente relacionada à distribuição de dividendos das empresas.

6.3 Metodologia

Dado que o objetivo, neste estudo, foi analisar a influência da governança corporativa na política de pagamento de dividendos das empresas brasileiras com ações negociadas pela B3 entre 2010 e 2020, a população objeto da pesquisa foi composta por todas as companhias com ações negociadas pela bolsa brasileira no período analisado. Para a composição da amostra foram excluídas as empresas com registro cancelado, com patrimônio líquido negativo e sem informações sobre o ativo total e índice *payout*, uma vez que tais fatores podem distorcer medidas utilizadas na pesquisa (CHAIN; JANUZZI, 2022).

Foram também excluídas as organizações do setor financeiro, haja vista que estas apresentam balanços e estruturas diferentes, podendo causar algum tipo de viés nos resultados, bem como aquelas com índice de negociabilidade, calculado pela Economática®, menor ou igual a 0,001, as quais tendem a apresentar grande número de dados faltantes (CASTRO JÚNIOR; YOSHINAGA, 2012, VILHENA; CAMARGOS, 2015).

Com isso, a amostra do estudo foi formada por 118 empresas pertencentes a nove setores, quais sejam, Serviços (25%), Indústria (25%), Energia Elétrica (15%), Construção Civil (11%), Varejo (9%), Petróleo, Gás e Biocombustíveis (6%), Mineração, Siderurgia e Metalurgia (6%), Saneamento (2%) e Agropecuária (2%).

A coleta dos dados contábeis-financeiros se deu por meio da plataforma Economática®, enquanto os dados qualitativos, necessários à mensuração da governança corporativa, foram coletados individualmente, empresa por empresa, em seus respectivos Formulários de Referência (FR), públicos e disponíveis no site da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e das próprias empresas. Esses dados e suas respectivas fontes de coleta podem ser observados nos Quadros 9 e 10.

A política de distribuição de dividendos das empresas, variável dependente nos modelos, foi analisada por meio das *proxies* Dividendos/Ativo Total (DIV) e Dividendos/Lucro Líquido (PAYOUT). Ademais, foram empregadas algumas variáveis de controle, consideradas pela literatura como determinantes da distribuição de dividendos, sendo o Tamanho da Empresa (TAM), a Rentabilidade dos Ativos (ROA), o Endividamento (END), o Índice de Liquidez Corrente (ILC), o Crescimento (CRES) e o Risco Sistemático (BETA) (SILVA et al., 2018, FREIRE et al., 2021, CHAIN; JANUZZI, 2022).

No que se refere à qualidade da governança corporativa, variável independente, ela foi analisada por meio de um índice de construção própria (IGOV), de um índice adjacente ao IGOV (IGOV8), bem como pela listagem das empresas nos NDGC da B3. O IGOV é composto pela soma das respostas positivas a 10 perguntas binárias objetivas, que receberam um ponto para cada resposta positiva, sendo expresso, portanto, entre 0 e 10.

Por seu turno, o IGOV8, apresentando valores entre 0 e 8, tem o intuito de ser uma alternativa ao IGOV, e é obtido pela soma das respostas de sete perguntas objetivas, baseadas nos mecanismos de governança, mais um ponto para empresas industriais que, de acordo com Silveira (2004), é um setor mais regulamentado e que pode ser obrigado a se adequar às melhores práticas de governança.

A elaboração das perguntas considerou os mecanismos de governança Conselho de Administração, Estrutura de Propriedade e de Controle, Divulgação e Transparência, Incentivos aos Administradores e Nível de *Disclosure*, além do setor de atuação das empresas. A observância a esses mecanismos se deu em conformidade com os códigos de melhores práticas de governança corporativa do IBGC (IBGC, 2015), tal como na literatura acerca da teoria da agência retratada por Jensen (2001), Silveira (2004), Carvalhal-da-Silva e Leal (2005), Silveira e Barros (2008), Correia Amaral e Louvet (2011), Al-Najjar e Al-Najjar (2017), Chain e Januzzi (2022), dentre outros.

No Quadro 9 apresentam-se as questões utilizadas na composição dos índices de governança, sua definição, o mecanismo associado e a fonte de dados, enquanto no Quadro 10 são apresentadas as variáveis do estudo, suas fórmulas de cálculo e a relação esperada com base na literatura.

Além dos índices IGOV e IGOV8, a qualidade da governança foi analisada também por meio dos NDGC da B3, haja vista que Ribeiro e Souza (2022a) indicaram que grande parte dos

estudos empíricos acerca da governança no Brasil emprega tal proxy como métrica. Por esse motivo, foi acrescentado um modelo estimado com a proxy NDGC, variável dummy, que recebeu valor um quando a empresa analisada era listada em algum dos níveis de governança da B3, e zero quando listada no mercado tradicional.

Quadro 9 – Variáveis que compõem os índices de governança

Variáveis	Perguntas	Fonte dos dados
Conselho de Administração	1) O Conselho de Administração tem entre cinco e nove membros?	FR
Estrutura de Propriedade e de Controle	2) Os acionistas controladores possuem menos de 50% das ações com direito a voto?	FR
	3) A companhia tem mais de 25% de suas ações em <i>free-float</i> ?	FR
Divulgação e Transparência	4) A empresa publica fatos relevantes e comunicados ao mercado?	FR e CVM
	5) A empresa tem declarações de dividendos disponibilizadas aos acionistas?	FR e CVM
Incentivos aos Administradores	6) Os administradores têm participação nos lucros?	FR
	7) A empresa possui plano de opção de compra de ações?	FR
	8) A empresa possui remuneração baseada em ações?	FR
Disclosure	9) Empresa participa dos NDGC?	FR
	10) A companhia é emissora de ADRs?	JPMorgan
Setor	11) A empresa é do setor de indústria?	Economática®

Fonte: Elaborado pelo autor.

Quadro 10 – Variáveis do estudo

Variáveis	Fórmulas de cálculo	Relação esperada	
Dependentes	DIV	Dividendos Totais/Ativo Total	N.A.
	$PAYOUT$	Dividendos Totais/Lucro Líquido	N.A.
Independentes	$IGOV$	Soma das Perguntas 1 a 10	+/-
	$IGOV8$	Soma das Perguntas 4 a 11	+/-
	$NDGC$	Dummy: 0 para mercado tradicional, 1 para NDGC	+/-
Controle	TAM	$\ln(\text{Ativos Totais})$	+
	ROA	Lucro Líquido/Ativo Total	+
	END	$\frac{\text{Passivo Circulante} + \text{Passivo não Circulante}}{\text{Ativo Total}}$	-
	ILC	Ativo Circulante/Passivo Circulante	-
	$CRES$	$\frac{(\text{Lucro Líquido}_t - \text{Lucro Líquido}_{t-1})}{\text{Lucro Líquido}_{t-1}}$	-
	$BETA$	$\text{Cov}(r_i, r_m) / \text{Var}(r_m)^*$	-

* Nota: Covariância entre a ação e o mercado/Ibovespa ($\text{Cov}(r_i, r_m)$); Variância do mercado/Ibovespa ($\text{Var}(r_m)$).

Fonte: Elaborado pelo autor.

O método de estimação escolhido foi o de modelos de regressão por meio da abordagem de variáveis instrumentais (IV) (utilizando o procedimento EC2SLS), procedimento de Baltagi e Li (1992), que gera erros padrões menores que os dos mínimos quadrados generalizados convencionais de dois estágios (G2SLS) (BALTAGI; LIU, 2009). A utilização de IV se deu amparada em Silveira, Barros e Famá (2006), que a apontam como uma solução para todos os problemas de endogeneidade. Assim, adotaram-se, como variáveis instrumentais, as defasagens ($t-1$) das variáveis de controle, procedimento utilizado também por Larcker e Rusticus (2010), O'Connor e Rafferty (2012) e Edwards, Soares e Lima (2013). A combinação formada pela estimação do modelo com três *proxies* de governança e as duas métricas de política de dividendos resultou na estimação de seis regressões distintas. As especificações gerais dos modelos utilizados são descritas na Equação 3.

$$DV_{it} = \beta_{0it} + \beta_{1it}GC_{it} + \beta_{2it}TAM_{it} + \beta_{3it}ROA_{it} + \beta_{4it}END_{it} + \beta_{5it}ILC_{it} + \beta_{6it}CRES_{it} + \beta_{7it}BETA_{it} + e_{it} \quad (3)$$

Em que DV_{it} representa as variáveis dependentes e refere-se à política de distribuição dividendos das empresas (*DIV* e *PAYOUT*); GC_{it} são as variáveis independentes que representam a qualidade da governança corporativa (*IGOV*, *IGOV8* e *NDGC*); *TAM*, *ROA*, *END*, *ILC*, *CRES* e *BETA* são as demais variáveis (controle), elencadas pela literatura como determinantes do pagamento de dividendos; β_0 refere-se ao parâmetro de intercepto; β_1 , β_2 , β_3 , β_4 , β_5 , β_6 e β_7 referem-se aos coeficientes correspondentes a cada uma das variáveis explicativas do modelo e e_{it} refere-se ao erro idiossincrático, uma vez que varia aleatoriamente para todas as empresas e períodos.

Para a devida estimação dos modelos, foram realizados os procedimentos de correção para a validação da qualidade estatística, sendo i) normalidade dos resíduos, ii) homoscedasticidade, iii) autocorrelação e iv) multicolinearidade. O teste de Jarque-Bera rejeitou a hipótese nula de distribuição normal em todos os modelos, entretanto, de acordo com Wooldridge (2010), pelo teorema do limite central, a inferência estatística não é invalidada quando o tamanho da amostra é suficientemente grande. No que concerne a homoscedasticidade e autocorrelação, os testes de Breusch-Pagan e Breusch-Godfrey indicaram problemas na estimação.

Como correção, os modelos foram estimados via procedimento *vce (robust)*. Por fim, a multicolinearidade foi verificada por meio dos valores do fator de inflação da variância (FIV) e os resultados mostraram a variável TAM com o maior valor de FIV (1,492). Wooldridge

(2010) afirma que valores de FIV inferiores a 10 indicam que não há problemas com colinearidade entre as variáveis estudadas. Os testes executados e as regressões desse estudo foram estimados via *software Stata* e os resultados e as discussões dos mesmos são apresentados na seção seguinte.

6.4 Análise e Discussão dos Resultados

Essa seção é destinada à apresentação dos resultados e à sua análise. Inicialmente são apresentadas as estatísticas descritivas (Tabela 23), consideradas mais importantes, das variáveis utilizadas no estudo. O objetivo é fornecer uma visão geral acerca dessas variáveis e suas características para, em seguida, apresentar os resultados das regressões estimadas. Conforme observado, os valores médios (medianos) de *DIV* e *PAYOUT*, variáveis dependentes, foram 0,11 (0,01) e 0,42 (0,28), respectivamente. Esses valores são razoáveis, mesmo sem tratamento de *outliers*, uma vez que indicam que, em média, as empresas da amostra distribuíram, em forma de dividendos, valores que representam cerca de 11% do seu ativo total e 42% do seu lucro líquido. Apesar disso, pela mediana, desvio padrão (DP) e coeficiente de variação (CV), observa-se que os dados do período analisado foram muito heterogêneos, haja vista que metade das observações de *DIV* e *PAYOUT* está abaixo de 0,01 e 0,28, respectivamente.

Tabela 23 – Estatísticas descritivas

Variável	Média	Mediana	DP	CV
DIV	0,11	0,01	0,36	3,18
PAYOUT	0,42	0,28	1,05	2,52
IGOV	6,18	6,00	1,70	0,27
IGOV8	4,45	4,00	1,29	0,29
NDGC	0,90	1,00	0,30	0,33
TAM	16,00	15,80	1,41	0,09
ROA	4,13	4,49	6,74	1,63
END	3,40	0,54	9,50	2,79
ILC	2,01	1,73	1,34	0,67
CRES	0,17	0,03	1,55	8,98
BETA	1,13	1,13	0,90	0,80

Fonte: Elaborada pelo autor.

Por sua vez, as médias (medianas) de IGOV, IGOV8 e NDGC das empresas analisadas foram de 6,18 (6), 4,45 (4) e 0,90 (1), respectivamente, isto é, pelo IGOV, 60% das empresas da amostra exibiram qualidade de governança corporativa acima dos 6 pontos (60,00%), enquanto pelo IGOV8, que varia de 0 a 8, 50% das empresas ostentaram boa qualidade de governança, ao mesmo tempo em que os 50% restantes apresentaram governança abaixo da média. Pelo coeficiente de variação, observa-se que os dados a respeito da qualidade da governança exibiram média dispersão, com exceção da proxy NDGC, que apresentou dados mais heterogêneos, por se tratar de uma variável *dummy*.

Preliminarmente à estimação das regressões, foram empregados os testes ANOVA, de análise de variância e *t* de diferença entre médias, dos valores de Q de Tobin, métrica de desempenho de mercado utilizada em diversos estudos, como os de Correia, Amaral e Louvet (2011), Coletta e Lima (2020) e Caixe e Rodrigues (2022), como forma de validação externa do índice principal deste trabalho (IGOV). Para tanto, dividiram-se as empresas da amostra, com base nos valores de IGOV, em três grupos, sendo (i) “Baixa” qualidade de governança (IGOV entre 0 e 4); (ii) “Média” qualidade de governança (IGOV entre 5 e 7) e (iii) “Alta” qualidade de governança (IGOV de 8 a 10). Por meio dos testes, verificou-se se as médias de Q de Tobin são estatisticamente diferentes entre os três grupos de IGOV. Os resultados das estatísticas dos testes são expostos na Tabela 24.

Conforme observado, rejeitou-se a hipótese nula no teste *t*, que compara a média de dois grupos de amostras, nos testes entre os grupos “Baixa” X “Média” e “Baixa” X “Alta” qualidade da governança corporativa. Por seu turno, rejeitou-se a hipótese nula na análise ANOVA, que determina se existe diferença significativa na variância de três ou mais grupos. Esses resultados sugerem que empresas bem governadas tendem a apresentar maior desempenho de mercado, sendo este um indício de que o índice IGOV é uma boa métrica da qualidade da governança corporativa das empresas (CORREIA; AMARAL; LOUVET, 2011).

Tabela 24 – Estatística dos testes de diferenças de médias para o Q de Tobin/IGOV

Testes de média	<i>t</i>	<i>p</i> -valor
“Baixa” X “Média”	-2,071	0,0405**
“Média” X “Alta”	-1,095	0,2748
“Baixa” X “Alta”	-2,582	0,0100***
ANOVA	F = 3,6278	0,0272**

Nota: Os asteriscos indicam os níveis de significância: * $p < 0,10$, ** $p < 0,05$, *** $p < 0,01$.

Fonte: Elaborada pelo autor.

Apresentadas as características das variáveis dependentes e independentes por meio das estatísticas descritivas, bem como a aderência do índice principal deste trabalho, via testes de médias, na Tabela 25 expõem-se, por fim, os resultados das estimações das regressões contendo o DIV e o PAYOUT como variáveis dependentes, e o IGOV, o IGOV8 e o NDGC, *proxies* de governança, como variáveis independentes. Em uma análise do teste *Wald Chi-Squared*, que representa a significância global em modelos IV, rejeitaram-se fortemente as hipóteses nulas (p-valor = 0). Isto posto, pode-se afirmar que, conjuntamente, as variáveis analisadas são significativas para explicar a política de distribuição de dividendos das empresas presentes na amostra.

O coeficiente de determinação dos modelos (R^2 Overall) variou entre 1,08% e 9,31%, sendo de 1,08%, obtido na regressão com o PAYOUT como variável dependente e o IGOV como variável independente e de 9,31%, obtido na regressão com o DIV como variável dependente e o IGOV8 como variável independente. Esse resultado, similar ao observado por Freire et al. (2021) ($R^2 = 10,72\%$) e inferior ao documentado por Silva et al. (2018) ($R^2 = 25,79\%$), indica que as variáveis independentes, incluindo as boas práticas de governança, explicam pouco a política de pagamento de dividendos das empresas presentes na amostra e, nesse sentido, outras variáveis, principalmente as macroeconômicas, como a taxa básica de juros e o produto interno bruto, podem melhor explicar este fenômeno.

Tabela 25 – Resultados das regressões

Variáveis	IGOV		IGOV8		NDGC	
	DIV	PAYOUT	DIV	PAYOUT	DIV	PAYOUT
Constante	1,486***	0,239	1,478***	0,260	1,401***	0,340
Governança	-0,014	-0,014	-0,024**	-0,034	0,028	-0,178
TAM	-0,078***	0,016	-0,075***	0,019	-0,079***	0,013
ROA	0,001	0,006	0,001	0,006	0,001	0,005
END	0,004**	0,001	0,003**	0,001	0,004**	-0,000
ILC	-0,007	-0,056**	-0,008	-0,057**	-0,007	-0,053*
CRES	0,004	-0,005	0,004	-0,005	0,004	-0,005
BETA	-0,039	0,077*	-0,044*	0,069	-0,039	0,085*
R^2 Within	0,0258	0,0008	0,0285	0,0016	0,0246	0,0007
R^2 Between	0,1803	0,0847	0,1833	0,0861	0,1718	0,0906
R^2 Overall	0,0908	0,0108	0,0931	0,0110	0,0922	0,0127

Nota: Os asteriscos indicam os níveis de significância: * p < 0,10, ** p < 0,05, *** p < 0,01.

Fonte: Elaborada pelo autor.

Em relação aos coeficientes das *proxies* de governança corporativa, em grande parte das estimações a relação entre a governança e os dividendos foi negativa, com a exceção observada no modelo estimado com o NDGC e o DIV, como variáveis independente e dependente, respectivamente. Entretanto, apenas no modelo estimado com o IGOV8 e o DIV, essa associação foi estatisticamente significativa. Tal resultado indica que as boas práticas de governança corporativa exerceram pouca ou nenhuma influência sobre o pagamento de dividendos das empresas da amostra.

Esses indícios são similares aos observados por Rodrigues (2015) e Freire et al. (2021). Rodrigues (2015) não observou associação significativa entre a governança e o pagamento de dividendos, enquanto Freire et al. (2021) documentaram relação negativa. Em contrapartida, estudos como os de Souza, Peixoto e Santos (2016), Silva et al. (2018) e Chain e Januzzi (2022) documentaram relação positiva entre a governança e o pagamento de dividendos. Um provável motivo desse resultado é o de que empresas com melhores práticas de governança podem apresentar menor assimetria de informação e, por consequência, sua política de pagamento de dividendos pode ser mais flexível, haja vista que o retorno exigido pelos investidores tende a ser menor.

No que diz respeito às variáveis de controle, nos modelos estimados considerando o índice IGOV como *proxy* de governança, as relações estatisticamente significantes deveram-se às variáveis TAM e END em relação ao DIV, e ILC e BETA em relação ao PAYOUT. Nos modelos contendo o IGOV8 como índice de governança, houve impactos estatisticamente significantes para a DIV, o TAM, o END e o BETA. No modelo contendo o PAYOUT como variável dependente, apenas o ILC se mostrou estatisticamente significativo. Os modelos de regressão estimados com o NDGC como variável independente, as variáveis TAM e END apresentaram impactos estatisticamente significantes para o DIV, enquanto o ILC e o BETA foram significantes no modelo PAYOUT.

A relação entre o tamanho e o pagamento de dividendos foi negativa em todos os modelos, cujo coeficiente foi significativo. Esse resultado, contrário ao esperado, vai de encontro a trabalhos anteriores, como os de Silva et al. (2018) e Chain e Januzzi (2022) e indica que, na amostra e no período analisados, as empresas maiores tenderam a pagar dividendos proporcionalmente superiores aos de empresas menores. Por sua vez, o endividamento, quando significativo, apresentou relação positiva com o pagamento de dividendos em todos os modelos, evidenciando que empresas mais endividadas tendem a pagar dividendos superiores aos das

demais. Esse resultado difere dos observados anteriormente por Souza, Peixoto e Santos (2016), Silva et al. (2018) e Freire et al. (2021), que verificaram relação não significativa entre estas variáveis.

Por sua vez, o índice de liquidez corrente foi negativo em todos os modelos estimados, com significância estatística nos modelos com o PAYOUT como variável dependente. Tal relação, esperada e de acordo com os achados de Chain e Januzzi (2022), sugere que empresas com melhor capacidade de pagamento de suas dívidas tendem a pagar dividendos menores que os das demais, haja vista que, ao pagar dividendos, reduz-se a disponibilidades das empresas, prejudicando-se, assim, seus indicadores de liquidez. Já o risco sistemático (BETA) ora apresentou relação positiva, ora negativa, ora sem significância, a depender da medida de governança e da política de dividendos. Souza, Peixoto e Santos (2016) encontraram relação negativa entre estas variáveis, porém, sem significância estatística.

Por fim, os coeficientes para a rentabilidade dos ativos e para a oportunidade de crescimento não foram significativos em nenhum dos modelos estimados. Este resultado é similar ao observado por Souza, Peixoto e Santos (2016) e contrário aos documentados por Rodrigues (2015), Silva et al. (2018) e Chain e Januzzi (2022).

6.5 Considerações Finais

O objetivo, neste estudo, foi analisar a influência da qualidade da governança corporativa na política de distribuição de dividendos das empresas brasileiras não financeiras, com ações negociadas pela B3 entre 2010 e 2020. Para esse fim, estimaram-se seis regressões via abordagem de variáveis instrumentais em uma amostra de 118 empresas pertencentes a nove diferentes setores, sendo Serviços (25%), Indústria (25%), Energia Elétrica (15%), Construção Civil (11%), Varejo (9%), Petróleo, Gás e Biocombustíveis (6%), Mineração, Siderurgia e Metalurgia (6%), Saneamento (2%) e Agropecuária (2%).

Como métricas de governança, além dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da B3, empregou-se o IGOV, um índice de governança que considerou os mecanismos Conselho de Administração, Estrutura de Propriedade e de Controle, Divulgação e Transparência, Incentivos aos Administradores e Nível de *Disclosure*, além de um índice alternativo, IGOV8, que englobou os mecanismos Divulgação e Transparência, Incentivos aos Administradores,

Nível de *Disclosure*, e o setor de atuação das empresas (industrial). Por seu turno, a política de pagamento de dividendos foi medida por meio das variáveis DIV (dividendos/ativo total) e PAYOUT (dividendos/lucro líquido).

A relação entre a governança corporativa e a distribuição de dividendos foi negativa e estatisticamente significativa apenas no modelo estimado com o DIV e o IGOV8 como *proxy* de governança; nos demais, não foi observada significância. Esse resultado, apesar de estar em linha com alguns achados anteriores, não corrobora a hipótese de pesquisa deste estudo e sugere que empresas com melhores práticas de governança podem apresentar menor assimetria de informação e, por consequência, sua política de pagamento de dividendos pode ser mais flexível, dado o menor retorno exigido pelos investidores.

Ademais, constatou-se que, na maioria das estimações, o Endividamento e o Risco Sistemático se mostraram positivamente relacionados com o pagamento de dividendos, enquanto o Tamanho e a Liquidez Corrente foram negativamente relacionados. Por outro lado, o Retorno sobre os Ativos e a Oportunidades de Crescimento não apresentaram relação estatisticamente significativa.

Esses achados contribuem com gestores e investidores interessados em estratégias de investimento e remuneração do capital investido pelos acionistas das empresas brasileiras, bem como com a academia e as recentes discussões acerca da governança e sua influência sobre diversos aspectos das empresas. Entretanto, algumas limitações podem ser elencadas. A principal delas diz respeito à amostra que foi composta por diversos setores tratados de forma conjunta, o que pode ter impactado os resultados do estudo. Nesse sentido, sugere-se, para próximas pesquisas, separar a amostra em setores econômicos, para verificar o impacto da governança corporativa na distribuição de dividendos das empresas por setor específico.

7 A GOVERNANÇA CORPORATIVA AFETA A ESTRUTURA DE CAPITAL? EVIDÊNCIAS DAS EMPRESAS LISTADAS NA BRASIL BOLSA BALCÃO NO PERÍODO 2010-2020⁴

Ensinar não é transferir conhecimento, mas criar as possibilidades para a sua própria produção ou a sua construção.

(Paulo Freire – Pedagogia da Autonomia)

As especificidades e o dinamismo do mercado brasileiro, frente às transformações nas corporações, requerem a periódica atualização dos estudos acerca da estrutura de capital das empresas brasileiras. A teoria da agência conecta a estrutura de capital à governança corporativa, que tem como uma de suas funções a salvaguarda dos direitos dos acionistas. Nesse sentido, o objetivo, neste estudo, foi analisar a relação entre governança corporativa e a estrutura de capital das empresas brasileiras. Para tanto, foram utilizados modelos de dados em painel em uma amostra composta por 118 empresas não financeiras com ações negociadas pela Brasil Bolsa Balcão entre os anos de 2010 e 2020. Além dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa, utilizou-se um índice de avaliação da qualidade da governança para o mercado de capitais brasileiro, criado a partir de questões objetivas no intuito de representar os mecanismos de governança apontados pela literatura como capazes de reduzir os conflitos de agência. Evidenciou-se que a governança corporativa parece não influenciar a estrutura de capital das empresas brasileiras, ou seja, há outros fatores relevantes na decisão do gestor no que tange ao endividamento, como variáveis macroeconômicas, por exemplo. Ademais, constatou-se que a teoria *pecking order* revelou-se a mais adequada em explicar o nível de endividamento geral e de curto prazo, enquanto, para o endividamento de longo prazo, a relação entre as variáveis não apontou o predomínio de nenhuma das teorias analisadas. Esses resultados são importantes para os gestores e acionistas das empresas que demandam capital de terceiros para financiar suas atividades, assim como para os credores que necessitam reduzir seus riscos de crédito.

⁴ * RIBEIRO, J. E.; SOUZA, A. A. Efeitos da Governança Corporativa sobre a Estrutura de Capital das Empresas Brasileiras. In: XXV Seminários em Administração – SemeAd 2022, São Paulo. *Anais do XXV SemeAd*, 2022.

** RIBEIRO, J. E.; SOUZA, A. A. A Governança Corporativa afeta a Estrutura de Capital? Evidências das Empresas Listadas na Brasil Bolsa Balcão no Período 2010 – 2020. *Revista Universo Contábil*, v. 18, jul. 2023.

7.1 Introdução

Nas últimas décadas, principalmente a partir da virada no milênio, profissionais e acadêmicos têm se debruçado sobre o tema governança corporativa, em particular os impactos da qualidade da governança nas decisões de investimento e financiamento tomadas pelos administradores, bem como no desempenho e no valor das firmas (MORCK; SHLEIFER; VISHNY, 1988, SHLEIFER; VISHNY, 1997; WINTOKI; LINCK; NETTER, 2012, NGUYEN et al., 2021). Nesse cenário, o pressuposto é de que o desempenho e a sobrevivência das empresas são afetados pelas práticas de governança.

Jensen e Meckling (1976), pioneiramente, alegavam que os conflitos de agência entre acionistas e gestores podem ser minimizados pela utilização do capital de terceiros como mecanismo de governança, haja vista que o uso de financiamento por meio de dívidas evita a diluição da participação acionária e fornece monitoramento adicional por parte dos credores. Estudos posteriores, como os de Grossman e Hart (1982), Jensen (1986), Stulz (1990) e, recentemente, Zaid et al. (2021), corroboraram a ideia de que a alavancagem pode ser um mecanismo de governança corporativa eficaz, uma vez que aumenta o monitoramento dos credores sobre os gestores (WINTON, 1995, STULZ, 2000), aumenta o risco de falência e, conseqüentemente, a perda de reputação e empregos dos gestores (FAMA, 1980, WILLIAMS, 1987), e o pagamento de juros limita o fluxo de caixa livre para os gastos dos gestores (JENSEN, 1986).

Ademais, estudos como os de Mande, Park e Son (2012) e Aman e Nguyen (2013) mostraram que empresas com melhores práticas de governança podem obter menor custo de capital de terceiros e, dessa forma, terem acesso facilitado a dívidas. Em outras palavras, boas práticas de governança ampliam a confiança dos credores de que os devedores penderão a decisões alinhadas aos seus interesses (AHMED SHEIKH; WANG, 2012, ZAID et al., 2021).

No Brasil, pesquisas voltadas para a análise da influência da governança corporativa sobre a estrutura de capital das empresas não obtiveram resultados concordes. Silveira, Perobelli e Barros (2008) corroboraram os achados de Grossman e Hart (1982), Jensen (1986) e Stulz (1990) para o mercado internacional e evidenciaram relação direta e significativa entre a qualidade da governança e o endividamento das empresas brasileiras. Vieira et al. (2011), por sua vez, também identificaram relação positiva, porém não significativa entre a governança e o endividamento. Por outro lado, os resultados relatados por Tani e Albanez (2016), Mendonça, Martins e Terra (2019) e Ribeiro et al. (2021) foram de encontro aos achados anteriores, ao

demonstrarem associação negativa entre a qualidade da governança corporativa e o endividamento das empresas brasileiras.

De acordo com essa discussão, os achados existentes são ainda controversos e os debates sólidos permanecem escassos e insatisfatórios. À vista disso, é perceptível que a associação entre a estrutura de capital e a governança corporativa no contexto do mercado de capitais brasileiro demanda mais investigações a fim de melhor compreender como as práticas de governança afetam as decisões de financiamento de uma empresa. Dado que o encarecimento do custo de capital, a elevada assimetria de informação nas transações e os conflitos de agência nas empresas (FONSECA; SILVEIRA, 2016), somados ao acesso limitado a capital de terceiros, principalmente os de longo prazo, são alguns dos problemas de maior relevância no ambiente corporativo nacional, uma vez que dificultam o acesso ao crédito pelas empresas brasileiras, prejudicando seu crescimento (CARVALHO; RIBEIRO; AMARAL, 2019).

Nessa perspectiva, neste estudo, objetivou-se analisar a relação entre governança corporativa e a estrutura de capital das empresas brasileiras. Para isso, foram utilizados dados anuais de uma amostra de empresas com ações negociadas pela Brasil Bolsa Balcão (B3) entre os anos de 2010 e 2020. Ao analisar esta associação no contexto brasileiro, uma das maiores economias emergentes do mundo, este estudo contribui com a literatura financeira no contexto de mercados emergentes. Contribui, ainda, com o processo de tomada de decisão sobre a estrutura de capital pelos gestores ao apontar os determinantes do endividamento das empresas brasileiras, para, dessa maneira, verificar a adequação das principais teorias sobre estrutura de capital no contexto brasileiro (*trade-off* e *pecking order*).

Além disso, Ribeiro e Souza (2022) apontam que os estudos nacionais existentes examinaram a governança corporativa principalmente por meio de uma variável *dummy* representando as empresas listadas nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da B3 (NDGC). Neste estudo, por outro lado, utilizou-se também um índice de governança corporativa criado a partir de questões objetivas, no intuito de representar os mecanismos de governança apontados pela literatura como capazes de reduzir os conflitos de agência. Diferentemente de estudos anteriores, como os de Carvalhal-da-Silva e Leal (2005), Silveira, Perobelli e Barros (2008), Black, Carvalho e Sampaio (2014), Carvalho e Dal'Bó e Sampaio (2021), o índice aqui proposto utiliza menos variáveis em sua composição, o que torna a sua obtenção mais simples que os demais e, na visão de Ribeiro e Souza (2022), pode facilitar sua utilização por pesquisadores e investidores brasileiros.

7.2 Revisão da Literatura

7.2.1 Teorias de estrutura de capital

A estrutura de capital das empresas é tema recorrente de debates na teoria financeira desde a década de 1950. Durand (1952), em estudo pioneiro sobre essa matéria, defendia a existência de uma associação entre a estrutura de capital e o valor da firma. Modigliani e Miller (1958), por sua vez, argumentaram que, em um mercado com concorrência perfeita, o valor de mercado de uma empresa não é influenciado por sua estrutura de capital. Assim, pela teoria Modigliani-Miller, inexistiria uma estrutura ótima de capital e, portanto, o modo como as empresas financiam suas atividades é irrelevante.

Adiante, Modigliani e Miller (1963) chegaram a conclusões distintas ao flexibilizar alguns dos pressupostos assumidos no estudo de 1958. Neste trabalho, Modigliani e Miller (1963) consideraram os efeitos benéficos fiscais da existência dos tributos na estrutura de capital e no valor das empresas, haja vista que a elevação dos juros pagos reduz o lucro tributável das empresas. Nesse sentido, a utilização de capital de terceiros seria capaz de elevar o valor das firmas.

Por outro lado, estudos como os de Scott Jr. (1976), Miller (1977) e DeAngelo e Masulis (1980), em conformidade com os efeitos da tributação na análise da estrutura de capital das empresas, apontaram que o aumento do endividamento eleva o risco de falência para a empresa e, por conseguinte, o custo de capital. Dessa forma, a partir de certo ponto, a elevação do risco de falência anularia o benefício fiscal da dívida. Estes estudos advogaram a existência de um *trade-off* entre os custos de falência e o benefício fiscal da dívida. Portanto, a teoria do *trade-off* preconiza que cabe ao gestor otimizar a estrutura de capital da empresa, buscando o equilíbrio entre esses dois fatores (KHOA; THAI, 2021).

Para além da elevação do risco de falência, a utilização de capital de terceiros desperta interesse dos credores sobre as decisões de endividamento das empresas e sua capacidade de arcar com as dívidas. À vista disso, afloram os conflitos de interesses entre acionistas e credores, acrescendo os conflitos de interesses existentes entre gestores e acionistas. Tais conflitos são preconizados pela teoria da agência, desenvolvida por Jensen e Meckling (1976), que

analisaram a associação entre administradores, acionistas, custos de agência e estrutura de capital. Jensen e Meckling (1976) propuseram que os credores, a fim de se defenderem dos custos de agência, elevem os juros cobrados nos empréstimos.

Posteriormente, Jensen (1986) propôs a teoria do *free cash flow*, que fundamentou a utilização de endividamento como um modo de limitar o fluxo de caixa livre para os gestores, pressionando-os a priorizarem a busca pela eficiência, investindo em iniciativas que apresentem um maior retorno esperado. Para Jensen (1986), os gestores têm interesse na expansão da empresa, uma vez que isso aumenta o seu poder. Entretanto, se a empresa crescer além do nível ótimo, o acionista pode ter reduzida a sua rentabilidade. Nesse cenário, o endividamento pode ser um instrumento de controle dos acionistas sobre os gestores (OKOFO-DARTEY; KWENDA, 2021, SANTOSO; WILLIM, 2022).

Por seu turno, Myers e Majluf (1984) apresentaram a teoria do *pecking order*, que propõe a existência de uma ordem de preferência entre as fontes de financiamento em razão dos sinais emitidos por essa escolha ao mercado. O argumento principal é o de que parte significativa dos conflitos de interesses emerge da assimetria de informações entre os agentes interessados na empresa e, nesse cenário, os gestores detêm grande parte das informações sobre as condições da companhia, bem como as oportunidades disponíveis para a mesma. Nessa conjuntura, a teoria da *pecking order* de Myers e Majluf (1984) preconizava que as decisões sobre a estrutura de capital são uma maneira de sinalizar para o mercado aspectos relevantes sobre a empresa. Em concordância com o estabelecido por essa teoria, a empresa tem preferência pelo financiamento interno para compor sua estrutura de capital e apenas em caso de necessidade utilizam recursos externos. Após a utilização de recursos internos, a preferência é pela captação de recursos por meio de dívidas e, por último, a emissão de novas ações (MYERS, 1984).

Paralelamente ao desenvolvimento dessas teorias, diversos estudos empíricos foram elaborados no intuito de validá-las em diferentes circunstâncias, bem como identificar a associação entre diferentes fatores e a estrutura de capital adotada pelas empresas. Perobelli e Famá (2003) analisaram, inspirados em Titman e Wessels (1988), os fatores que impactam o endividamento das empresas de capital aberto nos mercados do Chile, México e Argentina. Os resultados apontaram a teoria da *pecking order* como a predominante nesses mercados. Outrossim, os autores mostraram que os fatores determinantes da estrutura de capital são divergentes nestes mercados. No Chile, o tamanho, a tangibilidade dos ativos e a lucratividade apresentaram relação com o endividamento. Já no México, apenas a tangibilidade dos ativos não se mostrou

um fomentador do endividamento. Por fim, na Argentina, somente a lucratividade mostrou-se indutora do endividamento.

Bastos e Nakamura (2009), similarmente à Perobelli e Famá (2003), estudaram as teorias acerca da estrutura de capital utilizando uma amostra de 297 empresas do Chile, México e Brasil, com dados anuais de 2001 a 2006. Os resultados apurados pelos autores mostraram que, no Chile, tanto a teoria da *pecking order* quanto a teoria do *trade-off* explicam a estrutura de capital das empresas. Por sua vez, a estrutura de capital das empresas do Brasil e do México é mais bem explicada pela teoria da *pecking order*.

Prazeres et al. (2015) investigaram o endividamento das companhias do setor de telecomunicações do Brasil no período entre 2002 e 2013. Os resultados indicaram relação negativa entre as variáveis tamanho e risco para o endividamento de longo prazo e relação negativa das variáveis rentabilidade, tamanho e risco para com o endividamento de curto prazo.

Carvalho, Ribeiro e Amaral (2019) analisaram os determinantes do endividamento de curto e de longo prazo das empresas que constituem o Índice SMLL da B3, no intuito de identificar a teoria que melhor descreve o comportamento destas empresas. Para isso, os autores empregaram modelos de dados em painel com a rentabilidade, o risco, o tamanho, a liquidez corrente, o crescimento e a tangibilidade dos ativos como variáveis explicativas. Os resultados apontaram que a rentabilidade e a liquidez corrente apresentaram relação negativa com o endividamento de curto prazo, enquanto as variáveis tamanho, crescimento e tangibilidade apresentaram relação positiva. Por sua vez, as variáveis rentabilidade e tangibilidade apresentaram relação negativa com o endividamento de longo prazo, enquanto as variáveis risco e tamanho apresentaram relação positiva com essa medida de endividamento. Ademais, os autores demonstraram que a teoria da *pecking order* se mostrou mais adequada para descrever a escolha do nível de endividamento de curto prazo, enquanto, para o endividamento de longo prazo, não houve predomínio de uma teoria.

Recentemente, Leite et al. (2020) também investigaram os determinantes do endividamento de curto e de longo prazo das empresas brasileiras à luz das teorias *trade-off* e *pecking order*. Para tanto, os autores utilizaram uma amostra de 68 empresas do setor de utilidade pública no Brasil, negociadas pela B3 entre os anos de 2008 e 2017, bem como análise de dados em painel. Os resultados demonstraram que a rentabilidade, o risco, o índice de liquidez e o crescimento foram significativos para explicar o endividamento de curto prazo, enquanto a rentabilidade e o

crescimento foram relevantes para a determinação do endividamento de longo prazo. Em todos os casos, as relações observadas entre o endividamento e as variáveis foram negativas, portanto, ora coaduna com a teoria do *trade-off*, ora com a *pecking order*.

7.2.2 Relação entre governança corporativa e estrutura de capital

Pesquisadores como Bradley e Chen (2011), Chen (2012), Fields, Fraser e Subrahmanyam (2012), Aman e Nguyen (2013), Tanaka (2014), Bradley e Chen (2015), Ghouma, Ben-Nasr e Yan (2018), Devita e Tasman (2021), Javaid, Nazir e Fatima (2021) e Mundi (2022) analisaram a influência da governança corporativa e seus mecanismos sobre o custo da dívida e sobre a estrutura de capital das empresas. O motivo dessa influência é resumido por Aman e Nguyen (2013), quando afirmam que boas práticas de governança podem limitar comportamentos oportunistas de gestores e controladores, o que acarretaria em uma diminuição do prêmio de risco pelos provedores de capital. Apesar das importantes evidências trazidas pelos estudos mencionados, a maioria foi elaborada no contexto do mercado norte-americano.

No Brasil, os estudos realizados com o mesmo objetivo, ou seja, compreender a influência das boas práticas de governança corporativa e seus mecanismos sobre a estrutura de capital das empresas, têm apresentado resultados divergentes. Silveira, Perobelli e Barros (2008) investigaram a influência das práticas de governança corporativa das empresas sobre sua estrutura de capital. Os autores mensuraram a qualidade da governança por meio de um índice abrangente proposto por Silveira (2004) e construído para uma amostra de empresas brasileiras com ações mais líquidas negociadas pela B3 entre os anos de 2001 e 2002. Os resultados evidenciaram influência positiva e significativa das práticas de governança corporativa sobre a alavancagem financeira das empresas, isto é, a governança corporativa pode ser um fator determinante para a estrutura de capital das firmas brasileiras.

Por outro lado, Vieira et al. (2011) avaliaram se a adoção de práticas de governança corporativa altera a estrutura de capital e o desempenho das empresas. Os autores fizeram uso de uma amostra de 84 empresas com ações listadas nos segmentos Nível 1 (N1), Nível 2 (N2) e Novo Mercado (NM) da B3, entre os anos de 2001 e 2006. Ademais, os autores empregaram testes de diferenças no intuito de identificar alterações de estrutura e desempenho e regressão com dados em painel para analisar se a governança corporativa influencia a estrutura de capital das empresas. O resultado obtido mostrou que a governança corporativa exerce pouca influência na

estrutura de capital das empresas listadas no N1, N2 e NM, indo de encontro ao que constataram Silveira, Perobelli e Barros (2008).

No que lhes concerne, Tani e Albanez (2016) analisaram se a teoria da *pecking order* se aplica às decisões de financiamento de empresas brasileiras listadas nos diferentes segmentos de governança corporativa da B3. Para isso, os autores utilizaram análises descritivas e modelos de regressão com dados em painel para as empresas com ações negociadas entre os anos de 2010 e 2014. Os resultados do estudo evidenciaram que a teoria da *pecking order* se adéqua melhor ao segmento tradicional da B3, confirmando que a maior assimetria informacional ocasiona maior dependência de dívida por parte das empresas. Por outro lado, a teoria da *pecking order* exerce menor influência no segmento de NM, isto é, aquele com empresas com maior nível de governança corporativa e menor grau de assimetria informacional. Nesse sentido, os autores forneceram evidências de que a teoria de *pecking order* não explica as decisões de estrutura de capital de companhias que apresentam melhores níveis de governança corporativa.

Por sua vez, Junqueira et al. (2017) verificaram se a adesão às melhores práticas de governança corporativa reduz o endividamento das empresas brasileiras. Para tal, os autores empregaram o método dos mínimos quadrados generalizados (MQG) em uma amostra composta por 44 empresas que compunham o Ibovespa em 2008. Os autores não encontraram resultado estatisticamente significativo para os segmentos N1 e N2 da B3. No entanto, no que diz respeito às empresas listadas no NM, os resultados apontaram relação inversa com o endividamento, evidenciando que empresas listadas nesse segmento apresentaram um menor volume de endividamento.

Mendonça, Martins e Terra (2019) corroboraram as evidências encontradas por Junqueira, et al. (2017) ao investigarem a influência dos mecanismos de governança corporativa externos à firma sobre o endividamento. Para tanto, os autores utilizaram uma amostra composta por 7.490 empresas de 40 países. Ademais, os autores fizeram uma distinção entre os mecanismos de governança que afetam os credores daqueles que afetam os acionistas minoritários. Os resultados documentados pelos autores apontam que os mecanismos de governança associados à proteção dos acionistas e credores influenciam significativamente a estrutura de capital das empresas. Isto é, empresas com melhores práticas de governança corporativa tomam menos dívida, possivelmente no intuito de restringir o papel monitorador da dívida sobre a liberdade dos *insiders*. Além disso, os resultados sugerem que a teoria da *pecking order* é a que melhor

explica o endividamento das empresas, indo de encontro ao estudo de Tani e Albanez (2016).

Recentemente, Ribeiro et al. (2021) analisaram a influência exercida pelo nível de governança corporativa sobre o endividamento das empresas listadas no segmento de energia elétrica da B3. Para isso, os autores empregaram dados em painel em uma amostra de 58 empresas pertencentes ao setor de energia elétrica e negociadas entre os anos de 2012 e 2017. Os resultados indicaram relação negativa, porém não significativa, entre a governança e o endividamento geral, isto é, os resultados sugerem que a qualidade da governança corporativa pouco influencia o nível de endividamento das empresas analisadas.

7.3 Procedimentos Metodológicos

7.3.1 Amostra e coleta de dados

O objetivo, neste trabalho, foi analisar a relação entre governança corporativa e a estrutura de capital das empresas brasileiras. A premissa básica é a de que melhores práticas de governança corporativa podem contribuir para a ampliação de recursos para investimento e para a redução do custo de capital, influenciando, assim, a estrutura de capital dessas empresas (FONSECA; SILVEIRA, 2016). Para esse fim, a população objeto deste estudo foram as companhias com ações negociadas pela B3 entre os anos de 2010 e 2020. Adotou-se o ano de 2010 como o primeiro ano de análise, uma vez que este foi o primeiro ano de adesão obrigatória às normas internacionais de contabilidade pelas empresas brasileiras (MACHADO et al. 2012).

A amostra do estudo foi obtida mediante alguns critérios, a saber: (a) por meio da plataforma Economatica® foi obtida a relação de empresas com ações negociadas na bolsa brasileira no período de análise; (b) foram excluídas as empresas com registro cancelado; (c) foram retiradas da amostra as empresas do setor financeiro, uma vez que as suas demonstrações financeiras e indicadores demandam uma interpretação diferente do restante das empresas (CARVALHO; RIBEIRO; AMARAL, 2019); (d) foi feita a exclusão das empresas que apresentaram índice de negociabilidade menor ou igual a 0,001, haja vista que Castro Júnior e Yoshinaga (2012) apontam que empresas que apresentam baixo índice de negociabilidade tendem a apresentar grande número de dados faltantes e (e) exclusão das empresas com patrimônio líquido negativo. Ao fim, a amostra foi composta por 118 empresas pertencentes a nove setores, a saber, Indústria

(25%), Serviços (25%), Energia Elétrica (15%), Construção Civil (11%), Varejo (9%), Petróleo, Gás e Biocombustíveis (6%), Mineração, Siderurgia e Metalurgia (6%), Saneamento (2%) e Agropecuária (2%).

Os dados econômico-financeiros foram obtidos via plataforma Economatica®, enquanto os dados para a criação do índice de governança foram obtidos via documentos de apresentação obrigatória à Comissão de Valores Mobiliários (CVM), públicos e disponíveis no site da CVM e das próprias empresas (Relacionamento com Investidores - RI), além do portal da JPMorgan, instituição líder mundial em serviços financeiros e a terceira maior empresa do setor no mundo. No Quadro 11 são expostas detalhadamente as fontes de dados.

7.3.2 Definição das variáveis

As variáveis analisadas nesse artigo foram consideradas a partir da literatura e referem-se, além da qualidade da governança corporativa, às características internas das empresas, uma vez que o intuito foi o de capturar seu endividamento e os possíveis fatores determinantes para essa decisão. Como variáveis dependentes foram considerados os índices de endividamento das companhias. Assim como Pereira et al. (2015), Prazeres et al. (2015), Carvalho, Ribeiro e Amaral (2019) e Leite et al. (2020), optou-se pela utilização do Endividamento de Curto Prazo (ECP) e o Endividamento de Longo Prazo (ELP), além do grau de alavancagem financeira (ALV).

Amparando-se na literatura sobre estrutura de capital, como em Rajan e Zingales (1995), Cheng e Shiu (2007), Jong, Kabir e Nguyen (2008), Fan, Titman e Twite (2012), Prazeres et al. (2015), Victor, Carpio e Vendruscolo (2018), Carvalho, Ribeiro e Amaral (2019) e Leite et al. (2020), foram selecionadas seis características associadas ao endividamento, sendo Rentabilidade dos Ativos (ROA), Risco (RISC), Tamanho da Empresa (TAM), Índice de Liquidez Corrente (ILC), Oportunidades de Crescimento (CRES) e Tangibilidade dos Ativos (TANG).

No que concerne à qualidade da governança corporativa, foram desenvolvidos dois índices (o IGOV, o índice principal e o IGOV8, uma variação do IGOV), no intuito de capturar os mecanismos de governança capazes de reduzir os conflitos de agência. Foram empregadas 10 variáveis na composição do IGOV e oito na composição do IGOV8, escolhidas em conformidade com a literatura acerca da teoria da agência e inspirado nos estudos de Silveira (2004), Carvalhal-da-Silva e Leal (2005), Al-Najjar e Al-Najjaré (2017) e Ribeiro e Souza

(2022). Com isso, espera-se oferecer alternativas de mensuração das melhores práticas de governança corporativa no Brasil. As variáveis utilizadas na criação dos índices estão descritas no Quadro 11.

Quadro 11 – Variáveis que compõem os índices de governança

Variáveis	Perguntas	Fonte dos dados
Conselho de Administração (CA)	O Conselho de Administração tem entre cinco e nove membros?	FR
Estrutura de Propriedade e de Controle (EP)	Os acionistas controladores possuem menos de 50% das ações com direito a voto?	FR
	A companhia tem mais de 25% de suas ações em <i>free-float</i> ?	FR
Divulgação e Transparência (DT)	A empresa publica fatos relevantes e comunicados ao mercado?	FR e CVM
	A empresa tem declarações de dividendos disponibilizadas aos acionistas?	FR e CVM
Incentivos aos Administradores (IA)	Os administradores têm participação nos lucros?	FR
	A empresa possui Plano de opção de compra de ações?	FR
	A empresa possui Remuneração baseada em ações?	FR
Disclosure (DI)	Empresa Participa dos NDGC?	B3
	A companhia é emissora de <i>American Depositary Receipt</i> (ADR)?	JPMorgan
Sector (IND)	A empresa é do setor industrial?	Economatica®

Nota: Formulário de Referência (FR), Comissão de Valores Mobiliários (CVM), Brasil Bolsa Balcão (B3).

Fonte: Elaborado pelo autor.

O IGOV é obtido a partir de 10 perguntas binárias objetivas, em que para cada resposta positiva acrescentou-se um ponto ao índice. A construção do índice considerou cinco mecanismos de governança corporativa, sendo Conselho de Administração, Estrutura de Propriedade e de Controle, Divulgação e Transparência, Incentivos aos Administradores e Nível de *Disclosure*. Dessa forma, o IGOV apresenta valor entre 0 e 10.

Por sua vez, o IGOV8, uma variação do IGOV, é obtido por intermédio da soma dos mecanismos Divulgação e Transparência, Incentivos aos Administradores, Nível de *Disclosure*, mais a variável representando o setor de atuação (+1 ponto para empresas industriais). Desse modo, o IGOV8 tem valor entre 0 e 8 e sua obtenção é mais simples do que o IGOV, uma vez que ocorre por meio de menos variáveis. Ademais, o IGOV8 foi empregado, pois Silveira (2004) e Correia, Amaral e Louvet (2011) apontam que a transparência e o incentivo aos administradores são mais eficientes em aferir a qualidade da governança no Brasil do que o conselho de administração e a estrutura de propriedade. Por sua vez, setores de atividades mais

regulamentadas, como o industrial, podem influenciar a qualidade da governança corporativa dessas empresas ao serem obrigadas a se adequarem a melhores práticas de governança (SILVEIRA, 2004).

Além dos índices citados, optou-se por utilizar também, como métrica de governança, a listagem das empresas nos NDGC da B3, haja vista que Ribeiro e Souza (2022) indicam que esta é a forma mais utilizada quando se trata de estudos empíricos sobre governança no Brasil. Assim sendo, a *proxy* NDGC recebeu valor 1, quando a empresa em questão era listada em algum dos níveis de governança da B3 e 0, quando listada no mercado tradicional. No Quadro 12 estão sumarizadas as variáveis utilizadas no estudo, suas fórmulas de cálculo, o suporte teórico e, no caso das variáveis independentes, a relação esperada com o endividamento.

Quadro 12 – Variáveis do estudo

Variáveis		Relação esperada	Suporte teórico	
Dependentes	ECP	$\frac{\text{Dívida de Curto Prazo}}{\text{Ativo Total}}$	-	Prazeres et al. (2015); Carvalho, Ribeiro e Amaral (2019); Leite et al. (2020)
	ELP	$\frac{\text{Dívida de Longo Prazo}}{\text{Ativo Total}}$	-	
	ALV	$\frac{(\text{Dívida de Curto Prazo} + \text{Dívida de Longo Prazo})}{\text{Ativo Total}}$	-	Pereira et al. (2015); Junqueira et al. (2017); Mendonça, Martins e Terra (2019)
Independentes	IGOV	$CA + EP + DT + IA + DI$	Positiva	Silveira (2004); Carvalhal-da-Silva e Leal (2005); Al-Najjar e Al-Najjaré (2017)
	IGOV8	$DT + IA + DI + IND$	Positiva	
	NDGC	Dummy 0 ou 1	Positiva	
	ROA	$\text{Lucro Líquido}/\text{Ativo Total}$	Negativa	Titman e Wessels (1988); Rajan e Zingales (1995); Bastos e Nakamura (2009); Prazeres et al. (2015); Carvalho, Ribeiro e Amaral (2019); Leite et al. (2020)
	RISC	$\text{Desvio padrão (EBIT)}/\text{Ativo Total}$	Negativa	
	TAM	$\ln(\text{Receita Operacional Líquida})$	Positiva	
	ILC	$\text{Ativo Circulante}/\text{Passivo Circulante}$	Positiva	
	CRES	$(\text{Vendas}_t - \text{Vendas}_{t-1})/\text{Vendas}_{t-1}$	Negativa	
	TANG	$(\text{Imobilizado} + \text{Estoque})/\text{Ativo Total}$	Negativa	

Fonte: Elaborado pelo autor.

7.3.4 Modelos econométricos

A fim de testar a hipótese de que a governança corporativa é um fator determinante da estrutura de capital das empresas, foram utilizados modelos de dados em painel. Na visão de Hill,

Griffiths e Judge (2012), modelos estimados por meio de dados em painel apresentam diversas vantagens em relação àqueles de corte transversal e de séries temporais, como, por exemplo, aumentarem o número de graus de liberdade, controlarem a heterogeneidade presente nos dados, permitirem o uso de mais observações, bem como diminuírem a colinearidade entre as variáveis. Ademais, é o método mais utilizado em pesquisas sobre o tema. O modelo geral estimado é representado pela Equação 4.

$$END_{it} = \beta_{0it} + \beta_{1it}GC_{it} + \beta_{2it}ROA_{it} + \beta_{3it}RISC_{it} + \beta_{4it}TAM_{it} + \beta_{5it}ILC_{it} + \beta_{6it}CRESC_{it} + \beta_{7it}TANG_{it} + e_{it} \quad (4)$$

Em que END_{it} representa as variáveis dependentes e refere-se aos índices de endividamento das empresas (*ECP*, *ELP* e *ALV*); GC_{it} são as variáveis que representam a qualidade da governança corporativa (*IGOV*, *IGOV8* e *NDGC*); *ROA*, *RISC*, *TAM*, *ILC*, *CRESC* e *TANG* são as demais variáveis que representam os determinantes internos da estrutura de capital das empresas de acordo com a literatura; β_0 refere-se ao parâmetro de intercepto; β_1 , β_2 , β_3 , β_4 , β_5 , β_6 e β_7 referem-se aos coeficientes correspondentes a cada uma das variáveis explicativas do modelo e e_{it} refere-se ao erro idiossincrático, uma vez que varia aleatoriamente para todas as empresas e períodos.

A análise de regressões por meio de dados em painel, conforme aponta Wooldridge (2010), pode ser estimada mediante modelo *pooled* (dados empilhados), efeitos aleatórios (RE) ou efeitos fixos (FE). A identificação do modelo mais adequado aos dados do estudo é realizada via testes de Chow, que compara o modelo *pooled* ao modelo FE, o teste de Breusch-Pagan, que compara o modelo de RE ao modelo *pooled* e o teste de Hausman, que compara os modelos FE e RE (WOOLDRIDGE, 2010). Obtiveram-se, como resultados de tais testes, p-valor<0,0001 em todas as regressões analisadas, o que indica o modelo FE como o mais adequado aos dados do estudo. Neste modelo, há existência de heterogeneidade entre os grupos, com características invariantes no tempo. Assim, no modelo FE pressupõe-se que cada grupo tenha um intercepto diferente, que é constante ao longo do tempo (FÁVERO; BELFIORE, 2017).

Alinhado o modelo mais adequado, realizaram-se, em seguida, os testes de diagnóstico para validar as regressões utilizadas nas análises. O teste de Jarque-Bera, empregado para testar a normalidade dos resíduos, rejeitou a hipótese nula de distribuição normal em todas as regressões. Entretanto, Wooldridge (2010) aponta que se o tamanho da amostra for

suficientemente grande, pelo teorema do limite central, a inferência a estatística não é invalidada. Por sua vez, os testes de Breusch-Godfrey e Breusch-Pagan indicaram problemas de autocorrelação e homocedasticidade, respectivamente. Como correção, optou-se por estimar as regressões com erros padrões robustos (HAC), método desenvolvido por Newey e West (1987) como solução única para os dois problemas.

No que concerne à multicolinearidade, esta foi verificada por meio dos valores do fator de inflação da variância (FIV) para todas as variáveis do estudo. O maior valor de FIV foi observado na variável IGOV (6,65) e, de acordo com Wooldridge (2010), assume-se, com base na literatura, que valores inferiores a 10 para o FIV indicam que não há problemas com colinearidade entre as variáveis estudadas.

Por fim, na Tabela 26 é exposta a matriz de correlação entre as *proxies* de governança e as variáveis dependentes. Observa-se que os índices IGOV e IGOV8, pela sua construção, são fortemente correlacionados. O mesmo não ocorre entre os índices citados e a *proxy* NDGC. Quanto às correlações entre as *proxies* de endividamento e de governança corporativa, observou-se correlação fraca e negativa na maioria dos casos. Entretanto, estas correlações não foram significativas a 5%, o que pode ser um indício de que a qualidade governança corporativa não é um fator considerado pelos credores ao fornecerem capital para as empresas brasileiras de capital aberto.

Tabela 26 – Matriz de correlação entre as *proxies* de governança e as variáveis dependentes

Variáveis	IGOV	IGOV8	NDGC	ECP	ELP	END
IGOV	1					
IGOV8	0,8388	1				
NDGC	0,3459	0,2866	1			
ECP	-0,0796	-0,1066	-0,0218	1		
ELP	-0,0837	-0,0877	-0,0192	0,8873	1	
END	0,0044	-0,0041	0,1101	-0,1837	-0,1694	1

Nota: 5% valor crítico (bicaudal) = 0,0591.

Fonte: Elaborada pelo autor.

Os modelos e os testes executados neste estudo foram estimados com o apoio do *software Stata*, a partir dos dados anuais de 2010 a 2020, das empresas que integraram a amostra. Os resultados são apresentados a seguir.

7.4 Apresentação dos Resultados

Nesta seção são apresentados os resultados das regressões estimadas, bem como os resultados referentes à criação dos índices de governança corporativa e a discussão a respeito desses resultados. Na Tabela 27 são expostas as estatísticas descritivas das *proxies* de governança e das variáveis dependentes. O valor médio do IGOV aumentou de 5,87, em 2010 para 6,31, em 2020, enquanto o IGOV8 registrou média de 4,19, em 2010 e 4,45, em 2020. Percebem-se diferenças substanciais na adoção das boas práticas de governança por parte das empresas analisadas, haja vista que o valor mínimo de IGOV foi de 1 e o máximo de 10.

Da mesma forma, o IGOV8 apresentou distribuição com valor mínimo de 0 e máximo de 8, registrando boa amplitude desses índices. No que tange à *proxy* NDGC, esta apresentou um pequeno aumento de 2010 para 2020 (0,08). Por se tratar de uma variável *dummy*, que assume valores de 0 ou 1, a média $> 0,5$ mostra que a maioria das empresas presentes na amostra é negociada nos NDGC da B3. Por sua vez, pelas médias de endividamento de curto e longo prazo, assim como pelas médias de alavancagem, não é possível apontar um aumento médio do endividamento das empresas da amostra no período analisado.

Tabela 27 – Estatísticas descritivas das *proxies* de governança e das variáveis dependentes

Período	IGOV		IGOV8		NDGC		ECP		ELP		ALV	
	Med	DP	Med	DP	Med	DP	Med	DP	Med	DP	Med	DP
2010	5,87	1,67	4,19	1,29	0,82	0,38	0,20	0,20	0,22	0,25	0,28	0,25
2011	6,01	1,83	4,34	1,39	0,85	0,36	0,21	0,20	0,25	0,26	0,30	0,26
2012	6,11	1,71	4,41	1,32	0,85	0,35	0,20	0,24	0,26	0,24	0,31	0,26
2013	6,1	1,76	4,4	1,33	0,87	0,34	0,19	0,21	0,20	0,24	0,29	0,25
2014	6,21	1,74	4,46	1,3	0,88	0,32	0,21	0,23	0,21	0,21	0,29	0,27
2015	6,14	1,71	4,39	1,28	0,88	0,33	0,25	0,23	0,23	0,22	0,29	0,27
2016	6,13	1,76	4,38	1,32	0,88	0,33	0,23	0,21	0,28	0,25	0,29	0,27
2017	6,13	1,78	4,33	1,47	0,87	0,33	0,26	0,27	0,19	0,16	0,33	0,29
2018	6,29	1,76	4,44	1,48	0,88	0,33	0,22	0,24	0,22	0,25	0,32	0,30
2019	6,27	1,72	4,4	1,47	0,89	0,32	0,25	0,26	0,31	0,27	0,26	0,26
2020	6,31	1,59	4,45	1,33	0,9	0,29	0,32	0,39	0,16	0,18	0,27	0,27
Min/Máx.	1,00	10,00	0,00	8,00	0,00	1,00	0,00	0,96	0,00	0,93	0,00	0,99

Fonte: Elaborada pelo autor.

Antes de estimar as regressões, realizou-se uma validação do IGOV – índice principal deste trabalho – por meio de testes de média dos valores de *Firm Value* (VF), obtidos via banco de

dados Economatica®, e agrupados conforme o IGOV das empresas. As empresas da amostra foram agrupadas, de acordo com o IGOV, em (i) “Baixa” qualidade de governança (composto pelas empresas com IGOV entre 0 e 4), (ii) “Média” qualidade de governança (formado pelas empresas com IGOV entre 5 e 7) e “Alta” qualidade de governança (compreendeu as empresas com IGOV entre 8 e 10). O agrupamento dessas empresas, bem como os resultados dos testes de médias (teste *t*, teste *F* e ANOVA), pode ser observado na Tabela 28.

Tabela 28 – Classificação da governança corporativa e testes de médias

Painel (a): Classificação do IGOV										
<i>Baixa Governança</i>					<i>Média Governança</i>			<i>Alta Governança</i>		
0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
0,00%	0,73%	1,83%	4,18%	8,13%	21,47%	20,95%	19,05%	15,09%	7,84%	0,73%
14,87%					61,47%			23,66%		
Painel (b): Testes de Média - VF										
<i>Testes de Média</i>	<i>t</i>	<i>p-valor</i>	<i>F</i>	<i>p-valor</i>						
“Baixa” X “Média”	-1,5834	0,1139	1,0278	0,4219						
“Média” X “Alta”	-2,3177	0,0208**	1,2470	0,0692*						
“Baixa” X “Alta”	-3,1746	0,0017**	1,2816	0,0931*						
ANOVA		F = 4,9663		p-valor = 0,0073***						

Nota: Os asteriscos indicam os níveis de significância: * $p < 0,01$, ** $p < 0,05$, *** $p < 0,10$.

Fonte: Elaborada pelo autor.

No que tange à classificação, 14,87% das empresas foram classificadas como “Baixa” qualidade de governança, 61,47% como “Média” qualidade e 23,66% como “Alta” qualidade. Este resultado mostra que grande parte das empresas brasileiras com ações negociadas pela B3 ainda precisa melhorar seus mecanismos de governança. Por meio do teste *t*, que compara a média de dois grupos de amostras, rejeitou-se a hipótese nula na comparação dos grupos “Média” X “Alta” e “Baixa” X “Alta” qualidade da governança nas médias de VF.

Pelo teste *F*, estruturado para avaliar a variação da média entre dois grupos, rejeitou-se a hipótese nula na comparação entre os grupos “Média” X “Alta” e “Baixa” X “Alta” qualidade da governança nas médias de VF. Já pela análise de variância (ANOVA), que determina se existe diferença significativa na média entre três ou mais grupos, rejeitou-se a hipótese nula para as médias de VF. Essas rejeições das hipóteses nulas mostraram que as médias dos grupos diferem significativamente, evidenciando que empresas bem governadas tendem a apresentar maior desempenho de mercado. Tal resultado é condizente com outros encontrados na literatura

e é um indício de que o índice criado representa bem a qualidade da governança corporativa das empresas brasileiras (CORREIA; AMARAL; LOUVET, 2011).

Na Tabela 29 são apresentados os coeficientes e seus respectivos níveis de significância, os resultados dos testes F para a significância dos modelos e o coeficiente de determinação para os modelos estimados com o endividamento de curto prazo, longo prazo e geral (alavancagem) como variáveis dependentes e o IGOV como medida de governança e variável independente. Pelo teste F, que exhibe a significância global dos modelos, observa-se que, nos três modelos, a hipótese nula foi fortemente rejeitada, dado o p-valor próximo de 0, isto é, conjuntamente, as variáveis analisadas são significativas para explicar o endividamento das empresas.

Tabela 29 – Resultados das regressões com o IGOV como métrica de governança

Variáveis	ECP	ELP	ALV
Constante	-4,0501 <i>0,0001***</i>	-8,3071 <i>0,0016***</i>	44,8125 <i>0,0027***</i>
IGOV	0,0331 <i>0,1381</i>	0,0781 <i>0,2049</i>	0,8225 <i>0,2538</i>
ROA	-0,0002 <i>0,9552</i>	-0,0053 <i>0,6096</i>	-0,6024 <i>0,0001***</i>
RISC	0,0096 <i>0,0005***</i>	0,0186 <i>0,0046***</i>	-0,1350 <i>0,0034***</i>
TAM	0,2715 <i>0,0001***</i>	0,5474 <i>0,0009***</i>	0,5290 <i>0,5478</i>
ILC	0,0693 <i>0,0708*</i>	0,0989 <i>0,1740</i>	-2,8882 <i>0,0001***</i>
CRES	-0,0057 <i>0,7178</i>	0,0389 <i>0,4364</i>	0,5015 <i>0,1774</i>
TANG	-0,4340 <i>0,2825</i>	-0,5119 <i>0,3659</i>	-4,0591 <i>0,6114</i>
Prob > F	0,0000	0,0015	0,0000
R ² LSDV	0,9001	0,9006	0,8435
R ² <i>within</i>	0,1390	0,1274	0,1711

Notas: (i) A primeira linha de cada variável apresenta os valores dos coeficientes enquanto a segunda apresenta os p-valores; (ii) Os asteriscos indicam os níveis de significância: * p < 0,01, ** p < 0,05, *** p < 0,10; (iii) O teste F de todos os modelos apresentou 99% de significância.

Fonte: Elaborada pelo autor.

Quanto aos coeficientes de determinação dos modelos, as variáveis independentes foram capazes de explicar 13,9% da variação do ECP, 12,74% da variação do ELP e 17,11% da variação da ALV. Isso significa que há outros fatores que explicam o endividamento das empresas, como o cenário macroeconômico, por exemplo.

Relativamente à significância dos coeficientes, no modelo estimado para o endividamento de curto prazo, apenas a constante, o risco e o tamanho foram estatisticamente significativos, a 1%, o índice de liquidez corrente, quando considerado o nível de significância de 10% e a qualidade da governança, medida de IGOV, a rentabilidade dos ativos, o crescimento e a tangibilidade dos ativos da empresa não foram estatisticamente significativos nem mesmo a 10%. No modelo que tem como variável dependente o endividamento de longo prazo o resultado foi similar, com exceção do índice de liquidez corrente que não foi estatisticamente significativo para esta estimação. Por outro lado, no modelo que tem como variável dependente a alavancagem, a constante, a rentabilidade dos ativos, o risco e o índice de liquidez corrente foram estatisticamente significantes a 1%. O IGOV, o tamanho, o crescimento e a tangibilidade dos ativos não foram estatisticamente significativos.

Similarmente à Tabela 29, na Tabela 30 exibem-se os resultados das estimações dos modelos contendo o IGOV8 como métrica da qualidade da governança corporativa. O resultado do teste F mostra que nos três modelos o p-valor é próximo de 0, indicando que, simultaneamente, as variáveis independentes, incluindo o IGOV8, são significativas em explicar o endividamento das empresas. Os coeficientes de determinação realçam que as variáveis analisadas explicam 13,77% da variação do ECP, 12,58% da variação do ELP e 17,29% da variação da ALV, valores muito próximos aos modelos estimados com o índice IGOV como parâmetro da qualidade da governança corporativa das empresas.

No que diz respeito à significância dos coeficientes, os resultados com as estimações com o IGOV8 foram idênticos aos das estimadas com o IGOV. No modelo estimado para ECP, a constante, o RISC, o TAM e o ILC foram estatisticamente significativos, enquanto o IGOV8, o ROA, o CRES e a TANG não foram. No modelo que tem como variável dependente o ELP o resultado foi idêntico ao modelo com o ECP, com exceção do ILC, que não foi estatisticamente significativo. Já o modelo para a ALV, a constante, o ROA, o RISC e o ILC foram estatisticamente significativos a 1%, e o IGOV8, o TAM, o CRES e a TANG não.

Tabela 30 – Resultados das regressões com o IGOV8 como métrica de governança

Variáveis	ECP	ELP	ALV
Constante	-3,8848 0,0001***	-7,9569 0,0020***	44,1620 0,0024***
IGOV8	0,0104 0,7446	0,0322 0,5073	1,1553 0,2076
ROA	-0,0001 0,9789	-0,0051 0,6228	-0,6090 0,0001***
RISC	0,0094 0,0006***	0,0182 0,0048***	-0,1345 0,0037***
TAM	0,2719 0,0001***	0,5485 0,0008***	0,5563 0,5208
ILC	0,0701 0,0667*	0,1010 0,1566	-2,8614 0,0001***
CRES	-0,0047 0,7685	0,0411 0,4147	0,5048 0,1802
TANG	-0,4572 0,2594	-0,5588 0,3251	-3,6993 0,6415
Prob > F	0,0000	0,0016	0,0000
R ² LSDV	0,9000	0,9004	0,8438
R ² <i>within</i>	0,1377	0,1258	0,1729

Notas: (i) A primeira linha de cada variável apresenta os valores dos coeficientes enquanto a segunda apresenta os p-valores; (ii) Os asteriscos indicam os níveis de significância: * p < 0,01, ** p < 0,05, *** p < 0,10; (iii) O teste F de todos os modelos apresentou 99% de significância.

Fonte: Elaborada pelo autor.

Finalmente, na Tabela 31 encontram-se os resultados das estimações dos modelos abrangendo o NDGC como *proxy* da qualidade da governança corporativa. O teste F com p-valor próximo de 0 aponta que as variáveis independentes são conjuntamente significativas para explicar o endividamento das empresas. Por sua parte, os coeficientes de determinação expõem que as variáveis em questão explicam 13,98% da variação do ECP, 12,63% da variação do ELP e 17,0% da variação da ALV, valores parecidos aos observados nas estimações dos modelos com os índices IGOV e IGOV8 como referências da qualidade da governança corporativa das empresas brasileiras.

No que concerne à significância dos coeficientes, os resultados das regressões estimadas com o NDGC foram idênticos aos das estimadas com os demais índices de governança, com exceção da variável TAM, que foi estatisticamente significativa no modelo estimado para a ALV. A

constante, o RISC e o TAM foram estatisticamente significativos, diferentemente das variáveis NDGC, CRES e TANG. O ILC foi estatisticamente significativo para o modelo para o ECP, quando considerado o nível de significância de 10%.

Tabela 31 – Resultados das regressões com o NDGC como métrica de governança

Variáveis	ECP	ELP	ALV
Constante	-3,9399 <i>0,0001***</i>	-7,6530 <i>0,0022***</i>	48,5834 <i>0,0014***</i>
NDGC	0,2711 <i>0,2818</i>	-0,326113 <i>0,3957</i>	4,2191 <i>0,4666</i>
ROA	0,0005 <i>0,9068</i>	-0,0053 <i>0,6065</i>	-0,5896 <i>0,0001***</i>
RISC	0,0095 <i>0,0005***</i>	0,0178 <i>0,006***</i>	-0,1379 <i>0,0024***</i>
TAM	0,2639 <i>0,0001***</i>	0,5573 <i>0,0007***</i>	0,4122 <i>0,6492***</i>
ILC	0,0690 <i>0,0707*</i>	0,1020 <i>0,1508</i>	-2,8849 <i>0,0001***</i>
CRES	-0,0042 <i>0,7941</i>	0,0415 <i>0,4092</i>	0,5372 <i>0,154</i>
TANG	-0,5239 <i>0,2097</i>	-0,5254 <i>0,3455</i>	-5,7765 <i>0,4722</i>
Prob > F	0,0000	0,0022	0,0000
R ² LSDV	0,9002	0,9005	0,8433
R ² <i>within</i>	0,1398	0,1263	0,1700

Notas: (i) A primeira linha de cada variável apresenta os valores dos coeficientes enquanto a segunda apresenta os p-valores; (ii) Os asteriscos indicam os níveis de significância: * p < 0,01, ** p < 0,05, *** p < 0,10; (iii) O teste F de todos os modelos apresentou 99% de significância.

Fonte: Elaborada pelo autor.

7.5 Discussão

Os coeficientes para IGOV e IGOV8 apresentaram relação positiva com o endividamento em todos os modelos estimados (ECP, ELP e ALV), enquanto os coeficientes do NDGC foram positivos nos modelos ECP e ALV, e negativos no modelo ELP. Entretanto, os modelos estimados não apresentaram significância estatística, demonstrando que a qualidade da

governança corporativa não se apresentou como um fator relevante nas decisões sobre a estrutura de capital das empresas brasileiras. Esse resultado, contrário ao esperado, corrobora os achados de Vieira et al. (2011) e Ribeiro et al. (2021). Ribeiro et al. (2021) documentaram relação negativa entre a governança e a estrutura, porém, sem significância estatística. Por sua vez, Vieira et al. (2011) mostraram que a governança corporativa exerce pouca influência na estrutura de capital das empresas.

Apesar de não significativos, os resultados aqui observados apontam para algumas inferências importantes. Em primeiro lugar, uma das funções da governança corporativa é a salvaguarda dos direitos dos acionistas, e a sua relação não significativa com o endividamento pode ser justificada pela redução dos efeitos nocivos oriundos do conflito do tipo principal-principal, característico no Brasil (BRANDÃO; CRISÓSTOMO, 2015), isto é, a qualidade da governança corporativa pode estar atuando de forma eficiente na redução da expropriação da riqueza dos acionistas minoritários. Nesse sentido, no Brasil pode prevalecer o efeito alinhamento no qual o sistema de monitoramento é exercido sob a influência do acionista controlador e não dos credores (NASCIMENTO et al. 2018).

Em segundo lugar, há a possibilidade do efeito disciplinador da governança sobre a gestão, isto é, quando há a redução do fluxo de caixa livre à disposição da gestão, por meio da maior distribuição de dividendos ou do uso dos recursos próprios no financiamento de empreendimentos que maximizem oportunidades de crescimento da empresa. Assim, a empresa passa a priorizar o uso de recursos próprios em seus investimentos, utilizando as dívidas com terceiros apenas para o financiamento da parcela residual do investimento não coberto pelo fluxo de caixa livre (CRISÓSTOMO; PINHEIRO; NAKAMURA, 2020).

Com relação aos demais coeficientes, as direções foram idênticas entre os modelos IGOV e IGOV8 e bem similares ao modelo NDGC, com exceção do ROA, que foi positivo no modelo ECP com o NDGC como *proxy* de governança. Nos modelos com os índices IGOV e IGOV8 como métricas de governança observou-se relação negativa entre o ROA e o endividamento, destacando significância estatística entre o ROA e a ALV. Essa relação é similar aos resultados de Silveira, Perobelli e Barros (2008), Bastos e Nakamura (2009), Prazeres et al. (2015) e Carvalho, Ribeiro e Amaral (2019), bem como concordante com o estabelecido pela teoria *pecking order*. Além disso, o resultado sugere que as empresas brasileiras podem enfrentar restrições de crédito e custos elevados de capital de terceiros, o que faz com que o financiamento com recursos próprios seja mais atrativo.

Nos modelos estimados para o endividamento de curto e longo prazo (ECP e ELP, respectivamente), o coeficiente do RISC foi positivo, indo ao encontro dos achados de Bastos e Nakamura (2009) e Carvalho, Ribeiro e Amaral (2019). Por outro lado, no modelo ALV, o relacionamento entre endividamento e o risco foi negativo, corroborando os resultados encontrados por Leite et al. (2020). Tanto pela teoria *pecking order* quanto pela do *trade-off* é prevista relação negativa entre essas variáveis. Esse resultado sugere que investidores podem evitar empresas de maior risco, pressionando os gestores a buscarem capital de terceiros (CARVALHO; RIBEIRO; AMARAL, 2019).

O coeficiente encontrado para o TAM foi positivo em todos os modelos analisados, destacando a significância estatística observada nos modelos ECP e ELP. Tal resultado é similar aos achados de Carvalho, Ribeiro e Amaral (2019), Mendonça, Martins e Terra (2019) e Ribeiro et al. (2021) e vai de encontro aos observados por Prazeres et al. (2015), Junqueira et al. (2017) e Leite et al. (2020), que salientaram relação negativa entre as variáveis. Conforme ressaltado por Prazeres et al. (2015), a relação entre endividamento e tamanho é fonte de discordâncias teóricas, com estudos ora apontando uma associação positiva, ora negativa. Os resultados deste estudo são considerados tanto pela teoria da *pecking order* quanto pela teoria do *trade-off* e sugerem que empresas maiores dispõem de maior capacidade de endividamento.

A variável ILC foi positiva e significativa nos modelos do ECP e positiva, porém, não significativa nos modelos para o ELP. Leite et al. (2020) também apontaram relação positiva e não significativa entre ILC e o ELP. Nos modelos para a ALV, a associação entre o endividamento e o ILC foi negativa, corroborando relatos de Bastos e Nakamura (2009) e Carvalho, Ribeiro e Amaral (2019). Dessa forma, o resultado aqui observado é favorável à teoria do *trade-off* para o endividamento de longo prazo, que espera que não haja significância estatística nessa associação e a *pecking order* para o endividamento geral (ALV), que sugere uma associação negativa entre as variáveis.

Por sua vez, o crescimento foi negativo nos modelos para o ECP e positivo nos modelos para o ELP e ALV, sem significância estatística em todos os modelos. Silveira, Perobelli e Barros (2008), Leite et al. (2020) e Khoa e Thai (2021) encontraram relação negativa e significativa entre o endividamento e o crescimento, resultado similar ao observado para o ECP e que condiz com as teorias do *trade-off* e *pecking order*. Por outro lado, a relação observada para os modelos ELP e ALV vai ao encontro de Carvalho, Ribeiro e Amaral (2019) e está em desacordo com ambas as teorias. Entretanto, uma relação positiva entre o crescimento e o endividamento sugere

que empresas em crescimento tendem a se financiar mais por meio de capital de terceiros do que por capital próprio, resultado alinhado à teoria da assimetria de informações (BRITO; CORRAR; BATISTELLA, 2007).

Por último, foi observada relação negativa e não significativa entre a TANG e o endividamento em todos os modelos. Silveira, Perobelli e Barros (2008), Mendonça, Martins e Terra (2019), Leite et al. (2020) e Khoa e Thai (2021) também encontraram relação negativa entre endividamento e tangibilidade dos ativos. Tais resultados estão em desacordo com ambas as teorias (*trade-off* e *pecking order*), uma vez que, por elas, é esperada relação positiva entre o endividamento e a TANG.

Na Tabela 32 exibe-se um resumo das associações esperadas e documentadas neste estudo, no qual se observa que o maior número das variáveis não mostrou a relação esperada com o endividamento. Com apenas o risco, o índice de liquidez corrente e a tangibilidade dos ativos apresentando uma associação divergente, nota-se que a teoria *pecking order* revelou-se a mais adequada em explicar o nível de endividamento de curto prazo das empresas analisadas. Tal resultado corrobora os achados de Bastos e Nakamura (2009), Prazeres et al. (2015) e Carvalho, Ribeiro e Amaral (2019).

Tabela 32 – Relações esperadas e documentadas

Variável	Relação esperada		Relação observada					
	<i>Trade-off</i>	<i>Pecking Order</i>	ECP		ELP		ALV	
IGOV	Positiva	Positiva	+	Não Sig.	+	Não Sig.	+	Não Sig.
IGOV8	Positiva	Positiva	+	Não Sig.	+	Não Sig.	+	Não Sig.
NDGC	Positiva	Positiva	+	Não Sig.	-	Não Sig.	+	Não Sig.
ROA	Positiva	Negativa	-	Não Sig.	-	Não Sig.	-	Sig.
RISC	Negativa	Negativa	+	Sig.	+	Sig.	-	Sig.
TAM	Positiva	Positiva/Negativa	+	Sig.	+	Sig.	+	Não Sig.
ILC	Não significativa	Negativa	+	Sig.	+	Não Sig.	-	Sig.
CRESC	Negativa	Negativa	-	Não Sig.	+	Não Sig.	+	Não Sig.
TANG	Positiva	Positiva	-	Não Sig.	-	Não Sig.	-	Não Sig.

Nota: Não sig. (Não significante), Sig. (significante).

Fonte: Elaborada pelo autor.

Quanto ao endividamento de longo prazo, a relação entre as variáveis não apontou o predomínio de nenhuma das teorias, *trade-off* ou *pecking order*. Esse resultado vai ao encontro do documentado por Carvalho, Ribeiro e Amaral (2019) e Leite et al. (2020) e sugere um obstáculo

maior de acesso ao crédito pelas empresas brasileiras, bem como indica que pode haver outros fatores relevantes na decisão do gestor no que tange ao endividamento de longo prazo, como variáveis macroeconômicas por exemplo.

Por fim, no tocante à alavancagem financeira, verifica-se que a teoria da *pecking order* mostrou-se mais apropriada em descrever a escolha do nível de endividamento geral das empresas brasileiras, com apenas as variáveis CRES e TANG não apresentando relacionamento condizente com tal teoria. Esse resultado é condizente com a maioria dos achados na literatura brasileira acerca do tema, a exemplo de Bastos e Nakamura (2009), Prazeres et al. (2015), Carvalho, Ribeiro e Amaral (2019) e Leite et al. (2020).

7.6 Considerações Finais

Este estudo teve por objetivo analisar a relação entre governança corporativa e a estrutura de capital das empresas brasileiras. Para tanto, foram utilizados dados anuais de uma amostra de 118 empresas com ações negociadas pela B3 entre os anos de 2010 e 2020, bem como modelos estimados por meio de dados em painel de efeitos fixos.

Além da governança, foram analisados seis fatores associadas ao endividamento pela literatura (rentabilidade dos ativos, risco, tamanho da empresa, índice de liquidez corrente, oportunidades de crescimento e tangibilidade dos ativos), com intuito de contribuir com o processo de tomada de decisão sobre a estrutura de capital pelos gestores, ao apontar os determinantes do endividamento das empresas brasileiras. Ademais, com o relacionamento observado entre os fatores e o endividamento, verificou-se a adequação das principais teorias sobre estrutura de capital no contexto brasileiro (*Trade-off* e *Pecking Order*).

Como variáveis dependentes foram considerados os índices de endividamento de curto e de longo prazo, além do grau de alavancagem financeira. Com relação à qualidade da governança corporativa, foram obtidos dois índices (IGOV e IGOV8), com intuito de capturar os mecanismos de governança capazes de reduzir os conflitos de agência. Além dos índices, foi analisada também a proxy NDGC, criada por meio de uma variável dummy representando as empresas listadas nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da B3, como medida de qualidade da governança, haja vista que é a métrica mais utilizada pelas pesquisas brasileiras.

Os resultados não apresentaram significância estatística na relação entre a qualidade da governança e o endividamento das empresas, demonstrando que a qualidade da governança pode não ser um fator relevante nas decisões sobre a estrutura de capital das empresas brasileiras. No tocante aos demais fatores analisados, apurou-se significância estatística nas relações entre o risco, o tamanho da empresa e o índice de liquidez corrente com o endividamento de curto prazo. Para o endividamento de longo prazo, a significância estatística foi observada entre as variáveis risco e tamanho da empresa. Por fim, para a alavancagem foi apurada relação significativa com as variáveis rentabilidade dos ativos, risco e índice de liquidez corrente.

Constatou-se que a Teoria *Pecking Order* se revelou a mais adequada em explicar o nível de endividamento geral e de curto prazo, enquanto para o endividamento de longo prazo, a relação entre as variáveis não apontou o predomínio de nenhuma das teorias estudadas. Tais resultados são importantes para os gestores e acionistas das empresas que demandam capital de terceiros para financiar suas atividades, assim como para os credores, que necessitam reduzir seus riscos de crédito.

Nesse sentido, como contribuições do estudo, evidenciou-se que a adoção de boas práticas de governança corporativa não influencia a estrutura de capital das empresas brasileiras. Confirmou-se também a aderência das empresas brasileiras à Teoria *Pecking Order*, que se revelou a mais adequada em explicar o nível de endividamento geral e de curto prazo, enquanto para o endividamento de longo prazo, a relação entre as variáveis não apontou o predomínio de nenhuma das teorias estudadas. Esses resultados sugerem que as empresas brasileiras com melhores resultados são menos endividadas, indicando que podem estar consumindo fluxo de caixa livre para realização de investimentos e não o utilizando para pagar parcelas de dívidas contratadas.

Tais resultados são importantes para os gestores e acionistas das empresas que demandam capital de terceiros para financiar suas atividades, assim como para os credores, que necessitam reduzir seus riscos de crédito. Além disso, este estudo fortalece os achados precedentes na literatura de que no Brasil, há uma aderência maior às premissas da Teoria *Pecking Order* em detrimento da Teoria do *Trade-off*.

Todavia, certas limitações podem ser apontadas, como a utilização exclusiva de fatores internos às firmas e o tamanho da amostra. Sugere-se, nesse sentido, que estudos futuros incluam

variáveis macroeconômicas nas análises, como a taxa básica de juros (SELIC), oscilação da taxa de câmbio do dólar e períodos de oscilação político-econômica, uma vez que estas podem afetar o custo e a disponibilidade de capital no mercado de crédito. Sugere-se também, a realização de pesquisas com um número maior de empresas nas análises e em setores específicos.

8 GOVERNANÇA CORPORATIVA E DESEMPENHO DAS AÇÕES NO MERCADO ACIONÁRIO BRASILEIRO

Não é o bárbaro que nos ameaça, é a civilização que nos apavora.

(Euclides da Cunha – Os Sertões)

O presente estudo foi realizado com o objetivo de analisar a relação entre a governança corporativa e o desempenho das ações, nas dimensões retorno, risco e liquidez, das empresas brasileiras de capital aberto, com ações negociadas pela B3 entre os anos de 2010 e 2020. Como medidas para a governança corporativa, empregaram-se dois índices, o IGOV e o IGOV8, que visam representar os mecanismos de governança que, segundo a literatura, podem minimizar os conflitos de agência. Além dos índices, foi considerada uma variável *dummy*, formada pela inclusão ou não das empresas nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da B3. As análises foram realizadas por meio da aplicação de testes de comparação de médias e variâncias *t*, *F* e ANOVA, com a avaliação dos desempenhos do retorno, do risco (desvio padrão e beta), da relação risco x retorno (índice de Sharpe e índice de Traynor) e da liquidez das ações (número de negócios e volume de negociação). Os resultados, sobretudo aqueles obtidos a partir da análise da governança corporativa por meio do IGOV8, indicam que a qualidade da governança corporativa tem impacto positivo sobre os retornos, podendo reduzir o risco e aumentar a liquidez das ações. Esses achados, coerentes com a teoria da agência, são pertinentes tanto para as empresas quanto para os investidores, destacando a importância da boa governança corporativa para o sucesso financeiro dos investimentos.

8.1 Introdução

Em seu trabalho seminal, Jensen e Meckling (1976) abordaram conceitos essenciais relativos às empresas e à variedade de conflitos advindos das relações geradas entre acionistas, gestores e demais *stakeholders* envolvidos nos processos de gestão e decisão. Os autores conceituam a empresa como uma "caixa-preta", operacionalizada para administrar entradas e saídas com fins de maximizar os lucros (ou valor presente). Naquele momento, os autores buscavam uma teoria que explicasse como objetivos conflitantes dos envolvidos poderiam ser equilibrados para

produzir tal maximização. Já existiam, na época, debates a respeito da "responsabilidade social" das empresas e da separação da propriedade e controle, que mostravam a crescente preocupação com esse tema (VOSS; KULMS, 2022).

Focando na questão do direito de propriedade, Jensen e Meckling (1976) ressaltaram a importância da implicação comportamental de gerentes e proprietários como fator determinante para a alocação de custos e recompensas devidos a cada um. Os autores definiram, então, a relação de agência como um contrato entre pessoas que concordam com a realização de um serviço, abrangendo a delegação de uma autoridade decisória ao agente. Contudo, se ambas as partes dessa relação são maximizadoras de utilidade, na visão dos autores, o gerente (agente) nem sempre agiria da melhor forma para atender aos interesses do proprietário (principal). Entretanto, tal atitude poderia ser amenizada mediante incentivos apropriados para o agente, no intuito de limitar quaisquer “atividades aberrantes” (JENSEN; MECKLING, 1976).

A partir destas ideias, emerge a teoria da agência que pronuncia a impossibilidade de garantia de que o gerente (agente) tomará as melhores decisões do ponto de vista do proprietário (acionista ou principal), havendo divergências entre as decisões do primeiro e aquelas que maximizariam o bem-estar do segundo (JENSEN; MECKLING, 1976). Em face da relevância desta condição presente nas empresas, a governança corporativa surgiu como uma prática para profissionalizar e monitorar as ações corporativas, objetivando minimizar os conflitos de interesses dos atores envolvidos. Nesse cenário, La Porta et al. (2000a) consideraram crucial a proteção ao investidor, devido à intensidade de expropriação de acionistas minoritários e credores pelos acionistas controladores. Nesse sentido, os autores definiram governança corporativa como um conjunto de mecanismos por meio dos quais os investidores externos se protegem contra a expropriação por parte dos internos.

A abordagem legal da governança corporativa sustenta a proteção dos investidores externos por meio do sistema legal, pois eles são mais vulneráveis à expropriação e mais dependentes da lei do que os funcionários ou fornecedores, os quais permanecem continuamente úteis à gestão da empresa, correndo, portanto, menor risco de serem enganados (LA PORTA et al., 2000a). Duas décadas mais tarde, o conceito de governança evoluiu, abrangendo outras premissas que garantissem sua efetividade; tal evolução é ilustrada por Florencio, Batista e Reis (2020), ao declararem que a governança corporativa deve envolver uma gama de sistemas, processos e procedimentos que protejam os interesses dos acionistas, reduzam os custos de agência e maximizem o valor da empresa. Eles acrescentam que, quando uma empresa adota a

governança corporativa, ela assume o compromisso com uma maior transparência com a comunicação sobre suas informações ao mercado, para reduzir a assimetria informacional. Isso possibilita uma melhor precificação pelos investidores e, portanto, um melhor desempenho dos preços de suas ações.

Nesse contexto, as práticas de governança buscam minimizar o impacto dos custos da agência sobre a riqueza dos acionistas, ao restringirem a capacidade dos gerentes de destruir valor (BATAINEH; ULLAH; WALI, 2021). Bataineh, Ullah e Wall (2021) afirmam ainda, que práticas de controle e recompensa parecem incentivar o comportamento benéfico desses agentes para a empresa, o que pode propiciar redução do risco e aumento do retorno e da liquidez de suas ações. Maug (1998) já considerava o benefício do aumento da liquidez das ações quando relatou que uma melhor liquidez permitia ao conselho utilizar o preço das ações para recompensar mais eficientemente a alta administração, por decisões que aumentavam o valor da empresa, ou seja, uma maior liquidez permite um alinhamento mais preciso dos interesses da alta administração e dos acionistas. Ele concluiu, dessa forma que, em um mercado líquido, um investidor pode obter maiores resultados ao considerar a governança corporativa adotada pela empresa.

Berglund (2020) e Carreiro et al. (2021) reafirmam as ideias de Maug (1998), ao concordarem que a liquidez das ações é desejável, pois facilita a venda ao tornar seus preços mais confiáveis, fazendo desaparecer mais rapidamente qualquer erro temporário. Os autores também declaram que a assimetria de informação é o fator implícito que conecta a liquidez de mercado à governança de uma empresa. Se investidores desinformados acreditam ser alta a probabilidade de negociarem com uma contraparte mais bem informada, eles exigirão uma compensação para este risco (BERGLUND, 2020). Como consequência, uma ação que esteja sujeita à menor assimetria de informação será negociada a um preço mais alto do que outra similar, sujeita a uma maior assimetria e, são as boas práticas de governança corporativa que favorecem a divulgação de informações oportunas, imparciais (princípio da imparcialidade) e precisas (ANTONELLI et al., 2019, BERGLUND, 2020).

Além da assimetria informacional e da falta de liquidez, outro aspecto associado às ações das empresas, e que está relacionado à governança corporativa, segundo Besarria e Silva (2017), é a hipótese de existirem diferenças de risco, de acordo com os diferentes níveis de governança praticados. Isso ocorre devido à presença de betas (riscos sistemáticos) diversos em carteiras de variância mínima, nos diferentes níveis de governança, com maior risco para empresas menos

transparentes (menor nível de governança). Ao reduzir a assimetria informacional, a governança corporativa facilita a comparação de balanços e resultados pelos investidores (KURONUMA; BARCIELLA; SILVA, 2019), reduzindo riscos de investimento.

Outra dimensão que o mercado acionário reconhece como crítica, especialmente em empresas que praticam a governança corporativa, é o desempenho financeiro, e, mais precisamente, a influência da governança no retorno de suas ações. Silva et al. (2017) afirmam que a eficácia das boas práticas na supervisão dos relatórios financeiros é essencial para a preservação dos investidores e a confiança no mercado. Espera-se que os princípios de governança promovam informação com maior persistência e que reverberem nos mercados a fim de incentivar o investimento.

Apesar de os mecanismos de governança terem sido vinculados a vários mecanismos de medidas contábeis, ainda existem divergências sobre sua contribuição nos resultados das empresas. De acordo com Silva et al. (2017), enquanto alguns estudos mostraram evidências do impacto positivo da governança no desempenho financeiro, outros encontraram correlação negativa. Os autores concordam que informações sobre as características, posição financeira e desempenho da empresa são úteis na avaliação e na elaboração de estimativas futuras sobre fluxos de caixa, por exemplo. No entanto, os gerentes podem usar essa discricionariedade para fazerem escolhas oportunistas, devido a uma possível ligação entre seu salário e os resultados, como também a outros fatores, a exemplo de outros contratos da empresa. Em decorrência disso, nas empresas com uma governança corporativa fraca (nível mais baixo) é mais provável ocorrer um gerenciamento dos resultados, para atender ou, mesmo, superar as previsões dos analistas (SILVA et al., 2017).

Nesse cenário, os acionistas com grande participação no capital votante têm papel importante no controle interno das empresas, pois o volume de participação incentiva o monitoramento e a influência sobre a estratégia da empresa na qual investiram seu capital. Esse maior controle promove a fidedignidade informacional dos lucros contábeis, reduzindo incentivos para expropriar a riqueza de acionistas minoritários (SILVA et al., 2017). Na visão de Maestri et al. (2019), uma forte governança corporativa (nível mais alto) melhora a geração da informação financeira e, portanto, a qualidade das previsões dos analistas. Somada ao fato de a governança corporativa propiciar menor volatilidade no retorno das ações, é mais provável que a empresa consiga preservar e otimizar seu valor (MAESTRI et al., 2019, FLORENCIO; BATISTA; REIS, 2020).

Para Florencio, Batista e Reis (2020), o poder da governança corporativa em sinalizar maior confiabilidade das práticas desenvolvidas pela organização relaciona-se à exigência de uma menor taxa de retorno, traduzida em menor custo de capital e maior liquidez no mercado. Isso propicia um melhor desempenho financeiro, maximizando o retorno para os acionistas (CARREIRO et al., 2021). Ademais, a obtenção de retorno pela adesão dos controles diferenciados de governança é um forte motivador para as empresas, podendo significar maior liquidez das ações, melhor avaliação do mercado, maior preço das ações, entre outros benefícios. Quanto mais eficiente a governança corporativa, mais atrativa torna-se a empresa ao investidor, que terá maior segurança na tomada de decisão (CARREIRO et al., 2021).

Tendo em vista as divergências em torno da relação entre governança corporativa e o desempenho das ações, sob o ponto de vista das dimensões de liquidez, risco e retorno, neste artigo propôs-se a seguinte questão de pesquisa: **as empresas brasileiras com níveis elevados de governança corporativa tendem a dispor de desempenho de ações superior às demais?** Para responder a essa questão, buscou-se analisar a relação entre a governança corporativa e o desempenho das ações, nas dimensões retorno, risco e liquidez, das empresas brasileiras de capital aberto, com ações negociadas pela Brasil Bolsa Balcão (B3) entre os anos de 2010 e 2020.

Segundo Silva et al. (2017), os estudos relacionados à governança corporativa são oportunos, uma vez que poucos pesquisadores fizeram essa análise em países em desenvolvimento, como o Brasil. Lopes, Beuren e Vicente (2021) corroboram essa afirmativa, relatando que em poucos trabalhos analisou-se a relação da comunicação de riscos com a governança corporativa e com o desempenho da empresa no mercado de capitais. Os autores relatam que não existe um consenso entre as pesquisas nacionais sobre o tema que permita concluir os reais impactos da governança corporativa sobre o desempenho das ações das empresas e, mais especificamente, associados aos seus retornos, riscos e liquidez.

Cabe ressaltar, ainda, que o presente trabalho inova ao trazer em suas análises dois novos índices de governança corporativa, denominados IGOV e IGOV8, criados para representar os mecanismos de governança que podem, de acordo com a literatura, reduzir os conflitos de agência. Em adição, a discussão aborda uma variável *dummy*, formada pela listagem ou não das empresas da amostra nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da B3 (NDGC), que recebeu valor 1 quando a empresa analisada era listada em algum dos níveis de governança e 0 quando listada no mercado tradicional.

Mais especificamente: (i) analisou-se a governança corporativa por meio de um índice (IGOV) composto por 10 perguntas binárias com pontuação positiva (expressa um valor entre 0 e 10), resultando em um ponto adicionado ao índice para cada resposta positiva; foi também utilizado um índice derivado, o IGOV8, que, além dos mecanismos de governança, envolve o setor industrial e, ainda, os NDGC; (ii) analisou-se o comportamento do retorno, do risco (desvio padrão e beta), da relação risco x retorno (índice de Sharpe e índice de Traynor), bem como da liquidez das ações (número de negócios e volume de negociação) de empresas listadas na B3 e (iii) compararam-se os resultados dos testes de comparação de médias e variâncias obtidos pelas metodologias estatísticas teste t , teste F e ANOVA.

8.2 Fundamentação Teórica

Não há uma definição unificada acerca da governança corporativa, mas algumas conceituações podem ser sumarizadas no que apontaram Shleifer e Vishny (1997), que a definem como um conjunto de mecanismos pelos quais os fornecedores de recursos das empresas podem ter aumentadas suas expectativas de obterem retorno sobre seus investimentos. La Porta et al. (2000a) ampliaram essa definição, acrescentando que a governança é o conjunto de mecanismos que protegem os investidores externos da expropriação pelos internos (acionistas, controladores e gestores). De acordo com Nascimento, Bianchi e Terra (2006), tais definições se condensam no empenho contínuo de alinhar os interesses da alta administração das empresas com as de acionistas ou proprietários, por meio de um monitoramento mais eficaz. E assim, o cerne da governança consiste nos interesses dos credores e investidores, que precisam ser preservados a fim de garantir o devido retorno aos seus investimentos.

Essa visão é corroborada pela teoria da agência, cuja proposição é a de que nas empresas existem interesses divergentes, os quais ocorrem não somente entre os gestores e os proprietários, mas também entre os acionistas e credores, e entre os acionistas minoritários e majoritários (SWAIN, 2020, ABDULLAH; TURSOY, 2023). A teoria de agência, preconizada por Jensen e Meckling (1976), tem como princípio a relação entre dois ou mais indivíduos, em que uma ou mais pessoas (o principal) empregam outra(s) (o agente) para realizar algum trabalho ou serviço em seu nome, abarcando a delegação de alguma autoridade de decisão. De acordo com Pereira e Souza (2017), no intuito de reduzir os problemas de agência, as empresas implementam mecanismos de governança que tenham a capacidade de induzir os agentes a

tomarem decisões alinhadas aos interesses do principal. Uma vez que o principal valoriza a maximização de seus investimentos, os mecanismos de governança, ao alinharem as decisões dos gestores, têm capacidade de melhorar a performance financeira das empresas. Como exemplos de mecanismos de governança, podem-se citar a composição do conselho de administração, a remuneração dos dirigentes, a estrutura de propriedade, a transparência, bem como a proteção dos acionistas minoritários (CORREIA; AMARAL; LOUVET, 2011, PUNI; ANLESINYA, 2020).

Na visão de Rogers, Ribeiro e Sousa (2005), além de melhorar a performance financeira das empresas, a adoção de práticas mais elevadas de governança corporativa pode provocar um aumento nos retornos, no volume negociado e na liquidez das ações, além de promover uma redução na volatilidade dos retornos. Isso ocorre devido ao clima de negociação mais saudável que pode ser obtido por meio de melhores práticas de governança corporativa que reduzem o risco (RABELO et al., 2007). A relação entre governança corporativa, a liquidez, o risco e o retorno já foi documentada por diversos estudos em contextos estrangeiros, como Gompers, Ishii e Metrick (2003), Ferreira e Laux (2007), Kasimati (2007), Owala (2010), Nguyen (2011) e McConnell e Qianru (2016).

No Brasil, os estudos que relacionam os mecanismos de governança corporativa com o desempenho das ações não despontam em resultados concordes. Rogers, Ribeiro e Sousa (2005) testaram se a adoção de melhores práticas de governança corporativa influenciavam o retorno e a liquidez de ações de empresas negociadas pela B3. Para isso, os autores utilizaram o método de reamostragem *Bootstrap* e comparam as médias e as medianas das carteiras IGC, Ibovespa, IBrX, IBrX-50, FGV-E e FGV-100, entre 2001 e 2005, em três classes de indicadores: retornos, risco e retornos ajustados ao risco. Ainda que com pouca diferença estatística, os resultados evidenciaram que as empresas presentes no IGC apresentaram melhor performance, o que corrobora a eficácia de melhores práticas de governança corporativa no aumento do retorno e da liquidez das ações.

Em estudo semelhante, Rabelo et al. (2007) analisaram se um investidor de carteira de ações de empresas com melhores práticas de governança corporativa obteve melhor performance do que o investidor de uma carteira de ações de empresas com práticas de governança corporativa inferiores. Os autores também aplicaram um estudo de carteiras avaliadas pelo índice de Sharpe. Os resultados documentados evidenciaram que uma carteira ótima (MARKOWITZ, 1952) formada a partir de empresas com melhores práticas de governança tende a apresentar maior

índice de Sharpe, isto é, para os investidores, é vantajoso formar carteiras apenas de ações de empresas que possuem práticas de governança corporativa mais elevadas. Contrariando Rabelo et al. (2007), Rogers, Securato e Ribeiro (2008) demonstraram que os retornos dos investimentos são menores para empresas com práticas de governança corporativa superiores.

Já Serra et al. (2009) examinaram se a inclusão imediata das empresas no IGC da B3, que aderiram a um dos segmentos diferenciados de governança corporativa, por migração ou por IPO, gerou aumento do retorno deste índice em relação ao Ibovespa. Os testes realizados mostraram que o retorno superior do IGC em relação ao Ibovespa pode ser atribuído ao retorno inicial superior das ações de empresas que tiveram reconhecido seu nível diferenciado de governança corporativa. Dessa forma, os autores apresentaram evidências de que melhores práticas de governança podem contribuir para o aumento do retorno das ações.

Por sua vez, Camargos e Barbosa (2010) analisaram o impacto da adesão aos NDGC sobre o desempenho das ações no mercado, no tocante ao retorno acionário e à liquidez de mercado, medido pelo volume, a quantidade de negociações e a quantidade de títulos. A análise, realizada por meio de um Estudo de Evento em uma amostra de ações preferenciais de 32 empresas, mostrou que a adesão aos NDGC não provocou um aumento dos retornos; entretanto, ocasionou uma elevação da liquidez, principalmente no longo prazo.

Milani et al. (2012) estudaram se os investimentos em empresas com melhores práticas de governança corporativa apresentaram retornos superiores, quando comparados às demais. Para tanto, foram analisadas as séries de retornos diários dos índices Ibovespa e IGC, por meio do modelo Garch e de testes não paramétricos de diferença de média. Os resultados observados pelos autores indicaram ser significativamente menor a volatilidade condicionada aos índices de práticas diferenciadas de governança do índice Ibovespa. Outrossim, pelo índice de Sharpe, foi observado que o retorno por unidade de risco para os índices de melhores práticas de governança era significativamente superior ao Ibovespa. Nesse sentido, o que os autores demonstraram foi que os investimentos em empresas com melhores práticas de governança pareceram ser uma alternativa menos arriscada e mais rentável para os investidores.

Por sua vez, Silva, Nardi e Pimenta Jr. (2012) verificaram se o risco e o retorno das ações são impactados pela adesão das empresas aos NDGC da B3. Os autores utilizaram, além do retorno, o teste não paramétrico de Wilcoxon para medidas de desvio padrão (risco absoluto) e beta (relativo), estimado por meio dos retornos diários de 252 dias antes e após a adesão das

empresas aos NDGC. No tocante à média dos retornos das ações, os autores não observaram diferenças estatisticamente significantes antes e após a data de adesão. No entanto, observaram que as *proxies* de risco se mostraram estatisticamente menores após a adesão.

Silva et al. (2017), por seu turno, investigaram se a adesão aos NDGC pelas empresas brasileiras aumentava a liquidez de suas ações. Os autores expuseram que a adoção dos níveis de governança da bolsa brasileira pelas empresas não propiciou um prêmio de liquidez. Para os autores, umas das razões para este resultado foi a insuficiência da proteção legal, uma vez que as normas exigidas pela B3 para a adesão das empresas aos NDGC não implicam força de lei.

Espejo e Clemente (2016) investigaram se os NDGC tiveram impacto no risco das ações de empresas negociadas na B3 durante a crise financeira de 2008. Para isso, foi realizado um estudo estatístico transversal, coletando as cotações das ações das empresas antes e durante a crise, a partir do banco de dados Economática. Os resultados mostraram que, contrariamente ao esperado, as ações das empresas sem governança não tiveram queda, enquanto as empresas pertencentes aos NDGC tiveram. Além disso, o risco das ações, medido pela sua volatilidade (desvio padrão), foi maior para as empresas com NDGC.

Por sua vez, Rocha, Contani e Reco (2017) analisaram a correlação entre o desempenho das ações (risco e retorno) e a governança corporativa das empresas listadas no setor de consumo e varejo da B3. A amostra foi composta por 105 observações de empresas classificadas em algum nível de governança (Nível 1, Nível 2 ou Novo Mercado (NM)), e a análise foi realizada via testes *t* e *F*. Os autores observaram que as empresas com melhores práticas de governança não apresentaram retornos superiores aos das tradicionais. Por outro lado, constataram um risco significativamente menor nas negociações das empresas pertencentes ao Nível 1, Nível 2 ou NM, em comparação com as demais.

Alberto e Martins (2020) examinaram se o anúncio da recompra de ações afeta as cotações das ações das empresas, e se a adoção de práticas de governança corporativa mais rígidas influenciava seu retorno. Foram analisadas 99 empresas listadas na B3, no período de 2003 a 2014. Os resultados apontaram evidências de retornos anormais antes, durante e após o anúncio do evento de recompra de ações. Desse modo, não houve evidências estatisticamente significativas de que a adoção de práticas de governança corporativa mais rígidas fosse capaz de provocar aumento de retornos anormais.

No que lhe diz respeito, Ganz, Schlotfeldt e Rodrigues Junior (2020) analisaram, por meio da

inclusão de um fator que representasse a governança corporativa na explicação dos modelos de precificação de três e cinco fatores de Fama e French (1993, 2015), se a governança é um fator precificado pelos acionistas. Para isso, os autores adotaram uma amostra de 387 empresas listadas na B3, no período de 2012 a 2016. Os resultados aferidos apontam que a governança corporativa impacta negativamente o retorno das ações das pequenas empresas, com menores níveis de governança corporativa, e que o inverso acontece em relação às grandes empresas, com altos níveis de governança. Dessa forma, os autores fornecem indícios de que empresas com melhores práticas de governança geram retornos superiores para seus investidores.

Recentemente, Cordeiro (2022), utilizando uma análise por dados em painel de 235 empresas listadas, no período de 2010 a 2020 na B3, verificou se existe impacto na percepção de risco (volatilidade dos retornos) das empresas que aderiram aos NDGC. O autor documentou que as empresas listadas nos altos níveis de governança da B3, sobretudo as do NM, apresentaram diferença estatística em relação à volatilidade dos seus ativos negociados na bolsa brasileira, ou seja, as ações das empresas com melhores práticas de governança corporativa apresentaram menor risco em relação às demais.

Uchiyama (2022) avaliou o impacto da listagem no NM sobre o desempenho e a volatilidade das ações das empresas do setor de energia elétrica, com ações negociadas pela B3. Para isso, empregou testes estatísticos de diferença de média e homogeneidade de variância, comparando o risco e o retorno das ações em uma amostra de 16 empresas, com dados diários, no período de 04/01/2016 a 30/12/2019. O autor documentou evidências de que a listagem dessas empresas no segmento NM não provocou maior retorno de suas ações, porém, menor volatilidade nos preços. Tal achado evidencia o impacto da qualidade da governança na redução do risco de mercado das empresas brasileiras, o que se coaduna com os resultados de Cordeiro (2022).

8.3 Procedimentos Metodológicos

A abordagem da presente pesquisa foi quantitativa, com análises descritivas e testes estatísticos de dados secundários. O estudo abrangeu as empresas com ações negociadas na B3 entre 2010 e 2020. O ano de 2010 foi escolhido como o ano inicial de análise pelo fato de ser o ano a partir

do qual as empresas brasileiras passaram a ser obrigadas a seguir as normas internacionais de contabilidade (MACHADO et al., 2012).

Para a composição da amostra, foram adotados os seguintes critérios: (i) a lista de empresas com ações negociadas na B3 foi obtida pela plataforma Economatica®; (ii) excluíram-se as empresas cujo registro foi cancelado; (iii) desconsideraram-se empresas do setor financeiro, uma vez que suas demonstrações financeiras e indicadores precisam de uma interpretação diferente das outras empresas (CARVALHO; RIBEIRO; AMARAL, 2019); (iv) excluíram-se as empresas com índice de negociabilidade menor ou igual a 0,001, pois, de acordo com Castro Júnior e Yoshinaga (2012), empresas com baixo índice de negociabilidade tendem a ter muitos dados ausentes e (v) excluíram-se as empresas com patrimônio líquido negativo.

Seguindo essas premissas, a amostra foi composta por 118 empresas, distribuídas entre nove setores, quais sejam, Indústria (25%), Serviços (25%), Energia Elétrica (15%), Construção Civil (11%), Varejo (9%), Petróleo, Gás e Biocombustíveis (6%), Mineração, Siderurgia e Metalurgia (6%), Saneamento (2%) e Agropecuária (2%). Os dados mensais necessários às análises foram coletados pela plataforma Economatica® (em que se obteve o preço de fechamento das ações no último dia de negociação de cada mês), no site da B3 (retorno mensal do Ibovespa), no site da Central de Custódia e Liquidação Financeira de Títulos (CETIP) (CDI mensal), bem como nos Formulários de Referência (FR), documentos de apresentação obrigatória à Comissão de Valores Mobiliários (CVM), públicos e disponíveis no site da CVM (dados necessários a criação dos índices de governança).

No que concerne à qualidade da governança corporativa, foram desenvolvidos dois índices, o IGOV (índice principal) e o IGOV8 (uma variação do IGOV), no intuito de capturar os mecanismos de governança capazes de reduzir os conflitos de agência. Foram empregadas 10 variáveis na composição do IGOV e oito na composição do IGOV8, selecionadas em conformidade com a literatura acerca da teoria da agência, e inspiradas nos estudos de Silveira (2004), Carvalhal-da-Silva e Leal (2005), Al-Najjar e Al-Najjaré (2017) e Ribeiro e Souza (2022). A expectativa foi oferecer alternativas de mensuração das melhores práticas de governança corporativa no Brasil, as quais refletissem mais fortemente sua aplicação na gestão das empresas. As variáveis utilizadas na criação dos índices são descritas no Quadro 13.

O IGOV é composto por 10 perguntas binárias com pontuação positiva (expressa por um valor entre 0 e 10), resultando em um ponto adicionado ao índice para cada resposta positiva. Estas

perguntas foram alocadas conforme a aderência a um dos cinco mecanismos de governança corporativa considerados na composição do índice: Conselho de Administração, Estrutura de Propriedade e Controle, Divulgação e Transparência, Incentivos aos Administradores e Nível de *Disclosure*.

Quadro 13 – Variáveis que compõem os índices de governança

Mecanismos de governança corporativa	Perguntas		Fonte dos Dados
Conselho de administração	(1)	O Conselho de Administração tem entre cinco e nove membros?	FR
Estrutura de propriedade e de controle	(2)	Os acionistas controladores possuem menos de 50% das ações com direito a voto?	FR
	(3)	A companhia tem mais de 25% de suas ações em <i>free-float</i> ?	FR
Divulgação e transparência	(4)	A empresa publica fatos relevantes e comunicados ao mercado?	FR e CVM
	(5)	A empresa tem declarações de dividendos disponibilizadas aos acionistas?	FR e CVM
Incentivos aos administradores	(6)	Os administradores têm participação nos lucros?	FR
	(7)	A empresa possui plano de opção de compra de ações?	FR
	(8)	A empresa possui remuneração baseada em ações?	FR
<i>Disclosure</i>	(9)	Empresa participa dos NDGC?	FR
	(10)	A companhia é emissora de ADRs?	JPMorgan
Setor	(11)	A empresa é do setor industrial?	Economática®

Fonte: Elaborado pelo autor.

O IGOV8, uma variação simplificada do IGOV, é composto por questões que envolvem três mecanismos: Divulgação e Transparência, Incentivos aos Administradores, Nível de *Disclosure*, bem como o setor de atuação (adiciona-se 1 ponto para empresas industriais). Dessa forma, o IGOV8 expressa um valor entre 0 e 8 e é baseado em estudos que apontam a transparência e os incentivos aos administradores como fatores mais eficazes para avaliar a qualidade de governança no Brasil (SILVEIRA, 2004, CORREIA; AMARAL; LOUVET, 2011, SANTOS, 2018). Além disso, setores regulamentados, como o industrial, podem impactar positivamente a governança corporativa, pois são obrigados a seguir as melhores práticas (SILVEIRA, 2004). No estudo também utilizou-se a listagem de empresas nos NDGC da B3 como uma métrica de categorização, pois, segundo Ribeiro e Souza (2022), é a forma mais comum empregada em estudos empíricos sobre governança no Brasil. A variável *dummy*

NDGC recebeu o valor 1 quando a empresa estava listada em algum dos níveis de governança da B3, e 0 se estivesse listada no mercado tradicional.

Para as medidas de performances mensais das ações, adotaram-se o retorno, o risco, o retorno ajustado ao risco e a liquidez, indicadores utilizados também por Silva et al. (2016), Rocha, Contani e Reco (2017), Alberto e Martins (2020) e Uchiyama (2022), dentre outros. O retorno foi apurado via retorno médio (R_i) e o risco foi analisado por meio do desvio padrão do retorno da ação (DP_R) e do beta de cada ação (β_i). Por sua vez, o retorno ajustado ao risco foi investigado via índice de Sharpe (IS_i) e índice de Treynor (IT_i). Por fim, a liquidez foi examinada por intermédio do volume negociado (VOL) e da quantidade de títulos ($Q Tits$). No Quadro 14 apresentam-se as variáveis utilizadas no estudo e suas fórmulas de cálculo.

Quadro 14 – Variáveis de governança e de performance das ações

Variáveis		Fórmula
Governança	$IGOV$	Soma das perguntas 1 a 10
	$IGOV8$	Soma das perguntas 4 a 11
	$NDGC$	Dummy: 0 para mercado tradicional, 1 para NDGC
Retorno	R_i	$\ln (P_t/P_{t-1})$
Risco	DP_R	$\sqrt{((\sum(R_i - \bar{R})^2)/(n - 1))}$
	β_i	$Cov(R_i, R_m)/Var(R_m)$
Retorno Ajustado ao Risco	IS_i	$(R_i - R_f)/DP_R$
	IT_i	$(R_i - R_f)/\beta_i$
Liquidez	$Q Tits$	Quantidade de Títulos Negociados
	Vol	Volume Negociado

Nota: R_i é o retorno da ação da empresa i no tempo t ; P_t é o preço da ação da empresa i no tempo t ; P_{t-1} é o preço da ação da empresa i no tempo $t - 1$; \bar{R} é o retorno médio; n é o número de observações; $Cov(R_i, R_m)$ é a covariância do ativo i com a carteira de mercado (Ibovespa) na data t ; $Var(R_m)$ é a variância da carteira de mercado; R_f , o retorno do ativo livre de risco (CDI) na data t ; e $Q Tits$ e Vol é a quantidade de títulos negociados e o volume de negociação, dados pelo Economática®, respectivamente.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Após o cálculo das variáveis, as empresas foram agrupadas de acordo com a adoção de boas práticas de governança corporativa, empregando-se os índices IGOV e IGOV8, e a *dummy* NDGC. No que se refere ao IGOV, dividiram-se as empresas avaliadas em três grupos, de forma que o primeiro grupo foi formado por aquelas com IGOV entre 0 e 4 (baixa qualidade de governança), o segundo grupo foi formado com IGOV entre 5 e 7 (média qualidade de

governança) e, por fim, o terceiro grupo compreendeu empresas com IGOV de 8 a 10 (alta qualidade de governança). Quanto ao IGOV8, as empresas também foram classificadas em três grupos: baixa qualidade de governança, quando os valores de IGOV8 se mostraram entre 0 e 3; média qualidade de governança, quando composto por IGOV8 entre 4 e 6 e alta qualidade de governança, quando o IGOV8 assumiu valores entre 7 a 8. Por fim, quando a governança foi analisada por meio dos NDGC, agruparam-se as empresas em dois grupos: baixa qualidade de governança, quando as empresas em questão eram negociadas no mercado tradicional e alta qualidade de governança, quando negociadas nos NDGC (Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2).

Após esses agrupamentos, as análises foram realizadas via testes de diferenças de médias, utilizando-se o teste t , teste F e ANOVA. O teste t é uma ferramenta estatística utilizada para comparar a média de uma amostra com a média de uma população. O valor obtido do teste t , a partir dos dados analisados, permite avaliar se a hipótese nula deve ser aceita ou rejeitada, de acordo com o intervalo de confiança estabelecido (BIAGE, 2012). O resultado do teste t , expresso pelo p-valor, indica o nível de significância, que neste estudo foi estabelecido como 0,05; logo, se o p-valor for menor que 0,05, é rejeitada a hipótese nula de que as médias são iguais, sugerindo uma diferença significativa entre elas. Nesse sentido, poder-se-ia confirmar a presença de diferenças nas relações entre a qualidade da governança corporativa das empresas analisadas e o desempenho das suas respectivas ações.

O teste F comparou as variâncias de duas ou mais amostras para determinar se elas provinham de populações com variâncias iguais. O resultado do teste é expresso como um p-valor, que indica a probabilidade de obter o resultado observado acidentalmente, se as hipóteses nulas de variâncias iguais forem verdadeiras. Se o p-valor for menor do que o nível de significância estabelecido, é rejeitada a hipótese nula, sugerindo a existência de diferenças significativas entre as médias dos grupos (LARSON; FARBER, 2015).

A ANOVA (Análise de Variância), por sua vez, é uma técnica estatística utilizada para comparar médias de dois ou mais grupos. O objetivo é determinar se há diferenças significativas entre as médias dos grupos. Esta técnica, primeiramente, divide a variância total dos dados em componentes explicativos (variância entre grupos e variância dentro de cada grupo) e, a seguir, compara a proporção da variância entre os grupos com a variância dentro de cada grupo. A hipótese nula é a de que as médias de todos os grupos são iguais, enquanto a hipótese alternativa é que pelo menos uma das médias é diferente (LARSON; FARBER, 2015). Esta técnica foi aplicada como uma terceira forma de verificação da relação entre a qualidade da governança

das empresas e o desempenho de suas ações.

Por fim, para a análise dos testes de médias, foram levantadas as hipóteses dispostas no Quadro 15, as quais expressam as possíveis relações entre a qualidade da governança corporativa e o desempenho das ações das empresas brasileiras na B3.

Quadro 15 – Hipóteses do estudo

$H_{a,0}$	Não existem diferenças significativas, no que concerne ao retorno, entre as empresas com alta e baixa qualidade da governança corporativa.
$H_{a,1}$	Existem diferenças significativas, no que concerne ao retorno, entre as empresas com alta e baixa qualidade da governança corporativa.
$H_{b,0}$	Não existem diferenças significativas, no que concerne ao risco, entre as empresas com alta e baixa qualidade da governança corporativa.
$H_{b,1}$	Existem diferenças significativas, no que concerne ao risco, entre as empresas com alta e baixa qualidade da governança corporativa.
$H_{c,0}$	Não existem diferenças significativas, no que concerne ao retorno em relação ao risco, entre as empresas com alta e baixa qualidade da governança corporativa.
$H_{c,1}$	Existem diferenças significativas, no que concerne ao retorno em relação ao risco, entre as empresas com alta e baixa qualidade da governança corporativa.
$H_{d,0}$	Não existem diferenças significativas, no que concerne à liquidez de mercado, entre as empresas com alta e baixa qualidade da governança corporativa.
$H_{d,1}$	Existem diferenças significativas, no que concerne à liquidez de mercado, entre as empresas com alta e baixa qualidade da governança corporativa.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Espera-se que as hipóteses nulas sejam rejeitadas, ou seja, as empresas com melhores práticas de governança apresentem retornos e liquidez superiores aos das demais, e menor risco que aquelas que não adotam as boas práticas de governança.

8.4 Resultados e Discussão

Na Tabela 33 são apresentados os resultados obtidos na análise dos retornos das ações. Observa-se, pelos dados, que, quando medidas pelo IGOV, as empresas com baixa governança tiveram média dos retornos de 0,0026, enquanto as empresas com governança média tiveram média dos retornos de -0,0015 e as empresas com alta governança tiveram média dos retornos de -0,0031. Quando avaliadas pelo IGOV8, as empresas com baixa governança tiveram média de retorno de 0,0006, enquanto as empresas com governança média tiveram média de retorno de -0,0023 e as empresas com alta governança tiveram média de retorno de 0,0030.

A análise dos resultados dos testes de diferenças de médias, utilizando o teste t , não revelou diferenças significativas nas médias de retorno entre os grupos de governança. Entretanto, o teste F indicou diferenças estatisticamente significativas nas variâncias dos resultados entre os grupos de média x alta e baixa x alta governança, quando avaliados pelo índice IGOV, e também em todos os grupos avaliados pelo índice IGOV8. Além disso, o teste F indicou significância estatística entre as variâncias dos resultados dos grupos baixa e alta governança, quando avaliados pelo NDGC.

Tabela 33 – Resultado dos testes de média e variância para os retornos

Painel (a): Média e variância dos retornos						
	IGOV		IGOV8		NDGC	
	Média	Variância	Média	Variância	Média	Variância
Baixa	0,0026	0,0198	0,0006	0,0252	0,0011	0,0168
Média	-0,0015	0,0195	-0,0023	0,0197	-	-
Alta	-0,0031	0,0236	0,0030	0,01274	-0,00184	0,0213

Painel (b): Testes de média e variância dos retornos						
	IGOV		IGOV8		NDGC	
	t	F	t	F	t	F
Baixa X Média	1,2651	1,0136	1,0313	1,2803	-	-
	<i>0,1029</i>	<i>0,3391</i>	<i>0,1512</i>	<i>0,0000*</i>	-	-
Média X Alta	0,5622	0,8282	-1,0938	1,5444	-	-
	<i>0,2969</i>	<i>0,0000*</i>	<i>0,1370</i>	<i>0,0000*</i>	-	-
Baixa X Alta	1,4336	0,8395	-0,4297	1,9775	0,9902	0,7872
	<i>0,0758</i>	<i>0,0000*</i>	<i>0,3336</i>	<i>0,0000*</i>	<i>0,1610</i>	<i>0,0000*</i>
ANOVA	1,138		0,9724		0,9806	
	<i>0,3204</i>		<i>0,3781</i>		<i>0,322</i>	

Nota: A primeira linha corresponde aos valores dos testes, enquanto a segunda corresponde aos p-valores; * p-valor abaixo de 0,05.

Fonte: Elaborada pelo autor.

Em relação aos resultados obtidos por meio do IGOV e do NDGC, apesar de indicarem algumas diferenças estatísticas nas médias de retorno, eles não apontam para retornos superiores para empresas com governança de qualidade elevada, corroborando os resultados de Rogers, Securato e Ribeiro (2008), Silva, Nardi e Pimenta Jr. (2012), Alberto e Martins (2020) e Uchiyama (2022). No entanto, a avaliação pelo índice IGOV8 sugere que as empresas com alta qualidade de governança tendem a apresentar retornos mais elevados do que as empresas com governança de baixa qualidade, rejeitando, portanto, a hipótese nula $H_{\alpha,0}$ e se coadunando com

os achados de Rogers, Ribeiro e Sousa (2005) e Ganz, Schlotfeldt e Rodrigues Junior (2020). É importante ressaltar que os resultados obtidos sugerem que a forma de mensurar a governança corporativa tem forte influência nos achados desta pesquisa, alternadamente indicando um possível impacto da governança nos retornos de ações e, em outras ocasiões, indicando a ausência desse efeito. Outro aspecto que vale ressaltar é o fato de o IGOV8 considerar a condição da empresa ser do setor industrial, o que pode influenciar os retornos de forma positiva, uma vez que em empresas industriais as práticas da governança corporativa são mais intensamente observadas (SILVEIRA, 2004).

Nas Tabelas 34 e 35 apresentam-se os resultados alcançados na análise do risco das ações, avaliados por meio do desvio padrão e do beta, respectivamente. Quando analisada por meio do desvio padrão, observou-se que a classificação das empresas pelo IGOV apresentou diferença estatística nas variâncias (teste F) das comparações entre as empresas com média x alta e baixa x alta qualidade de governança, assim como diferença de médias (teste t) e variâncias (teste F e ANOVA) na comparação entre as empresas com alta e baixa qualidade de governança, medida por meio do NDGC. Apesar de serem médias estatisticamente diferentes, verifica-se que as empresas classificadas como média e alta governança não apresentam, necessariamente, desvio padrão, em média, menor que as empresas classificadas como baixa governança.

Por outro lado, quando o IGOV8 foi empregado como medida de boas práticas de governança, a média de desvio padrão das empresas classificadas como alta governança foi menor que a média das empresas com média governança que, por sua vez, foi menor que a média das empresas com baixa governança. Além disso, os testes t , F e ANOVA, estatisticamente significativos em todas as comparações, mostraram que a média de desvio padrão das empresas classificadas com qualidade alta de governança foi menor que a das demais.

No que tange à utilização do beta como medida de risco, os resultados são similares aos observados com o desvio padrão, com o acréscimo de que também foi documentado um beta menor nas empresas com alta qualidade de governança, quando esta foi medida pelo IGOV. Isto é, quando a governança é medida pelo IGOV8 e também pelo IGOV (no caso do beta), rejeita-se a hipótese nula $H_{b,1}$ de que não existem diferenças significativas, no que concerne ao risco, entre as empresas com alta e baixa qualidade da governança corporativa, com as empresas com boas práticas de governança apresentando, na média, risco menor que as demais. Esse resultado corrobora os encontrados por Rogers, Ribeiro e Sousa (2005), Milani et al. (2012),

Silva, Nardi e Pimenta Jr. (2012), McConnell e Qianru (2016), Rocha, Contani e Reco (2017) e Cordeiro (2022), que também observaram um risco menor nas ações de empresas com boa qualidade de governança.

Tabela 34 – Resultado dos testes de média e variância para os desvios padrões

Painel (a): Média e variância dos desvios padrões						
	IGOV		IGOV8		NDGC	
	Média	Variância	Média	Variância	Média	Variância
Baixa	0,1176	0,0055	0,1318	0,0078	0,1056	0,0055
Média	0,1156	0,0054	0,1126	0,0061	-	-
Alta	0,1173	0,0093	0,1005	0,0028	0,1185	0,0065
Painel (b): Testes de média e variância dos desvios padrões						
	IGOV		IGOV8		NDGC	
	<i>t</i>	<i>F</i>	<i>t</i>	<i>F</i>	<i>t</i>	<i>F</i>
Baixa X Média	1,1498	1,0267	12,5311	1,2779	-	-
	<i>0,1251</i>	<i>0,2107</i>	<i>0,0000*</i>	<i>0,0000*</i>	-	-
Média X Alta	-1,0884	0,5819	4,5312	2,2042	-	-
	<i>0,1381</i>	<i>0,0000*</i>	<i>0,0000*</i>	<i>0,0000*</i>	-	-
Baixa X Alta	0,1352	0,5975	10,1573	2,8169	-7,7292	0,8442
	<i>0,4462</i>	<i>0,0000*</i>	<i>0,0000*</i>	<i>0,0000*</i>	<i>0,0000*</i>	<i>0,0000*</i>
ANOVA	0,9533		99,8506		59,742	
	<i>0,3854</i>		<i>0,0000*</i>		<i>0,0000*</i>	

Nota: A primeira linha corresponde aos valores dos testes, enquanto a segunda corresponde aos p-valores; * p-valor abaixo de 0,05.

Fonte: Elaborada pelo autor.

Tabela 35 – Resultado dos testes de média e variância para os betas

Painel (a): Média e variância dos betas						
	IGOV		IGOV8		NDGC	
	Média	Variância	Média	Variância	Média	Variância
Baixa	1,0506	3,4633	1,1419	2,9990	0,7773	1,2378
Média	0,9583	1,3445	0,9269	1,1502	-	-
Alta	0,9582	1,0733	0,8356	1,0089	1,0118	1,6369
Painel (b): Testes de média e variância dos betas						
	IGOV		IGOV8		NDGC	
	<i>t</i>	<i>F</i>	<i>t</i>	<i>F</i>	<i>t</i>	<i>F</i>
Baixa X Média	2,9829	2,5759	8,9324	2,6074	-	-
	<i>0,0014*</i>	<i>0,0000*</i>	<i>0,0000*</i>	<i>0,0000*</i>	-	-

Média X Alta	0,0028	1,2526	2,4580	1,4700	-	-
	<i>0,4988</i>	<i>0,0000*</i>	<i>0,0069*</i>	<i>0,0046</i>	-	-
Baixa X Alta	2,4783	3,2268	5,0772	2,9725	-8,9335	0,7561
	<i>0,0066*</i>	<i>0,0000*</i>	<i>0,0000*</i>	<i>0,0000*</i>	<i>0,0000*</i>	<i>0,0000*</i>
ANOVA	5,1652		46,2754		79,8089	
	<i>0,0057*</i>		<i>0,0000*</i>		<i>0,0000*</i>	

Nota: A primeira linha corresponde aos valores dos testes, enquanto a segunda corresponde aos p-valores; * p-valor abaixo de 0,05.

Fonte: Elaborada pelo autor.

Nas Tabelas 36 e 37, por sua vez, expõem-se os resultados das análises concernentes aos retornos ajustados ao risco. No que tange ao índice de Sharpe, que mede a relação entre o retorno excessivo de um ativo em relação à taxa livre de risco (risco zero), representado pela renda fixa, comparativamente ao risco assumido (desvio padrão), não foi observada significância estatística em nenhum dos testes de média e variância, à exceção do teste *F*, que comparou as empresas com baixa e alta qualidade da governança, quando medida pelo NDGC.

Tabela 36 – Resultado dos testes de média e variância para os índices de Sharpe

Painel (a): Média e variância dos Índices de Sharpe						
	IGOV		IGOV8		NDGC	
	Média	Variância	Média	Variância	Média	Variância
Baixa	-0,0618	1,0536	-0,0439	1,0531	-0,0431	1,1850
Média	-0,0612	1,0908	-0,0646	1,0859	-	-
Alta	-0,0454	1,0482	-0,0234	1,0312	-0,0605	1,0523
Painel (b): Testes de média e variância dos Índices de Sharpe						
	IGOV		IGOV8		NDGC	
	<i>t</i>	<i>F</i>	<i>t</i>	<i>F</i>	<i>t</i>	<i>F</i>
Baixa X Média	-0,0250	0,9659	1,0453	0,9698	-	-
	<i>0,4900</i>	<i>0,1507</i>	<i>0,1480</i>	<i>0,1288</i>	-	-
Média X Alta	-0,7993	1,0407	-1,1394	1,0530	-	-
	<i>0,2121</i>	<i>0,0707</i>	<i>0,1273</i>	<i>0,1521</i>	-	-
Baixa X Alta	-0,6007	1,0051	-0,5374	1,0212	0,8047	1,1261
	<i>0,2740</i>	<i>0,4446</i>	<i>0,2955</i>	<i>0,3502</i>	<i>0,2105</i>	<i>0,0000*</i>
ANOVA	0,3430		1,0603		0,6476	
	<i>0,7097</i>		<i>0,3464</i>		<i>0,4210</i>	

Nota: A primeira linha corresponde aos valores dos testes, enquanto a segunda corresponde aos p-valores; * p-valor abaixo de 0,05.

Fonte: Elaborada pelo autor.

Quanto ao índice de Treynor, que mede a relação entre o retorno do ativo e o risco sistêmico (beta), observou-se significância estatística em todos os testes F , o que indica que as médias são diferentes entre os grupos de classificação da governança. Entretanto, quando se analisam essas médias, observa-se que, com exceção da comparação entre alta e baixa governança, medida por meio do NDGC, as médias de índices de Treynor das empresas classificadas com alta qualidade da governança não são necessariamente superiores às médias das empresas classificadas com baixa governança. Mesmo a comparação entre as médias das empresas agrupadas conforme o NDGC não foram estatisticamente significativas pelo teste t .

Tabela 37 – Resultado dos testes de média e variância para os índices de Treynor

Painel (a): Média e variância dos Índices de Treynor						
	IGOV		IGOV8		NDGC	
	Média	Variância	Média	Variância	Média	Variância
Baixa	-0,0273	0,2391	-0,0162	0,5897	-0,1203	8,3331
Média	0,1729	94,2980	0,1128	84,2203	-	-
Alta	-0,1162	7,5969	-0,0261	0,5113	0,1164	71,2102

Painel (b): Testes de média e variância dos Índices de Treynor						
	IGOV		IGOV8		NDGC	
	t	F	t	F	t	F
Baixa X Média	-0,9704	0,0025	-0,8478	0,0070	-	-
	0,1659	0,0000*	0,1983	0,0000*	-	-
Média X Alta	1,8131	12,4126	-0,8478	164,7300	-	-
	0,0349*	0,0000*	0,1983	0,0000*	-	-
Baixa X Alta	1,5058	0,0315	0,3514	1,1535	-1,4539	0,1170
	0,0661	0,0000*	0,3627	0,0040*	0,0730	0,0000*
ANOVA		2,1342		0,4612		2,1138
		0,1184		0,6305		0,1460

Nota: A primeira linha corresponde aos valores dos testes, enquanto a segunda corresponde aos p-valores; * p-valor abaixo de 0,05.

Fonte: Elaborada pelo autor.

Nesse sentido, por ambos os índices (Sharpe e Treynor), não é possível rejeitar a hipótese nula $H_{c,0}$, que afirma que não existem diferenças significativas, no que concerne ao retorno em relação ao risco entre as empresas com alta e baixa qualidade da governança corporativa, isto é, as empresas com boas práticas de governança corporativa não necessariamente apresentam retorno ajustado ao risco superior ao das demais. Tal resultado é contrário aos achados de Rabelo et al. (2007) e Milani et al. (2012), que apuraram retornos ajustados ao risco superiores

em empresas com uma boa qualidade de governança corporativa.

A respeito dos indicadores de liquidez de mercado analisados, nas Tabelas 38 e 39 apresentam-se os resultados dos testes t , F e ANOVA, bem como as médias e as variâncias da quantidade de títulos negociados e do volume negociado, respectivamente. Com exceção das empresas classificadas de acordo com a *dummy* NDGC, as médias de quantidade de títulos e volume foram maiores nas empresas classificadas com boa governança em detrimento daquelas classificadas com média e baixa governança corporativa.

Tabela 38 – Resultado dos testes de média e variância para a quantidade de títulos negociados

Painel (a): Média e variância da quantidade de títulos negociados						
	IGOV		IGOV8		NDGC	
	Média	Variância	Média	Variância	Média	Variância
Baixa	4,5E+07	2,8E+16	4,6E+07	1,9E+16	1,0E+08	1,4E+17
Média	6,3E+07	4,5E+16	6,5E+07	4,2E+16	-	-
Alta	6,6E+07	1,3E+16	8,2E+07	1,2E+16	5,3E+07	1,2E+16

Painel (b): Testes de média e variância da quantidade de títulos negociados						
	IGOV		IGOV8		NDGC	
	t	F	t	F	t	F
Baixa X Média	-3,8135	0,6113	-5,0905	0,4619	-	-
	0,0000*	0,0000*	0,0000*	0,0000*	-	-
Média X Alta	-0,6221	3,5971	-2,5467	3,5066	-	-
	0,2670	0,0000*	0,0054*	0,0000*	-	-
Baixa X Alta	-5,7416	2,1988	-7,2310	1,6197	12,6563	11,1890
	0,0000*	0,0000*	0,0000*	0,0000*	0,0000*	0,0000*
ANOVA	10,0610		19,3534		160,1808	
	0,0000*		0,0000*		0,0000*	

Nota: A primeira linha corresponde aos valores dos testes, enquanto a segunda corresponde aos p-valores; * p-valor abaixo de 0,05.

Fonte: Elaborada pelo autor.

Os testes de diferença de médias e variâncias realizados para quantidade de títulos apresentaram significância estatística em todos os casos analisados, exceto a observada no teste t para média x alta governança, classificados pelo IGOV. Os mesmos resultados foram observados também para os testes empregados para o volume negociado. Assim, quando o IGOV e o IGOV8 foram utilizados para a aferição da qualidade da governança corporativa das empresas analisadas, foi possível rejeitar a hipótese nula $H_{a,0}$ de que não existem diferenças significativas, no que

concerne à liquidez de mercado, entre as empresas com alta e baixa qualidade da governança corporativa.

Tabela 39 – Resultado dos testes de média e variância para o volume negociado

Painel (a): Média e variância do volume negociado						
	IGOV		IGOV8		NDGC	
	Média	Variância	Média	Variância	Média	Variância
Baixa	7,6E+08	9,3E+18	8,5E+08	8,3E+18	1,8E+09	3,0E+19
Média	1,1E+09	1,1E+19	1,1E+09	9,3E+18	-	-
Alta	1,2E+09	2,4E+18	2,0E+09	5,1E+18	9,4E+08	4,4E+18

Painel (b): Testes de média e variância do volume negociado						
	IGOV		IGOV8		NDGC	
	<i>t</i>	<i>F</i>	<i>t</i>	<i>F</i>	<i>t</i>	<i>F</i>
Baixa X Média	-4,9263	0,8165	-4,4168	0,8850	-	-
	0,0000*	0,0000*	0,0000*	0,0000*	-	-
Média X Alta	-0,5912	4,6609	-8,6083	1,8373	-	-
	0,2772	0,0000*	0,0000*	0,0000*	-	-
Baixa X Alta	-7,0271	3,8056	-11,1647	1,6260	14,132	6,807
	0,0000*	0,0000*	0,0000*	0,0000*	0,0000*	0,0000*
ANOVA	16,6873		53,9135		199,719	
	0,0000*		0,0000*		0,0000*	

Nota: A primeira linha corresponde aos valores dos testes, enquanto a segunda corresponde aos p-valores; * p-valor abaixo de 0,05.

Fonte: Elaborada pelo autor.

Assim, as empresas mais bem governadas tendem a apresentar liquidez superior à daquelas com baixa e média qualidade de governança corporativa. Esses achados demonstram a importância da governança para a análise da liquidez de mercado das empresas brasileiras e corroboram os resultados de Rogers, Ribeiro e Sousa (2005) e Camargos e Barbosa (2010), porém, vão de encontro ao estudo de Silva et al. (2016).

De modo geral, os resultados obtidos neste estudo indicam que a qualidade da governança corporativa parece ter algum impacto sobre o retorno (quando a qualidade de governança é medida pelo IGOV8), o risco e a liquidez das ações das empresas brasileiras. Os resultados sugerem que empresas com boa governança podem ter retornos superiores, menos risco e maior liquidez em suas ações. Esses achados, em linha com a teoria da agência, que argumenta que uma boa governança corporativa pode ajudar a mitigar conflitos entre os gestores e os

acionistas, são relevantes tanto para as empresas quanto para os investidores, uma vez que reforçam a importância da boa governança corporativa para o desempenho financeiro das mesmas.

8.5 Considerações Finais

Este estudo foi realizado com o objetivo de analisar a relação entre a governança corporativa e o desempenho das ações, nas dimensões retorno, risco e liquidez, das empresas brasileiras de capital aberto, com ações negociadas pela B3 entre os anos de 2010 e 2020. Para a análise, foram utilizados dois índices de governança corporativa, o IGOV e o IGOV8, que visam representar os mecanismos de governança, os quais, segundo a literatura, podem minimizar os conflitos de agência. Além disso, foi considerada uma variável *dummy*, formada pela inclusão ou não das empresas da amostra nos NDGC da B3, atribuindo-se valor 1 quando a empresa era listada em algum dos níveis de governança e valor 0 quando listada no mercado tradicional.

Especificamente, foram realizadas as seguintes análises: (i) a governança corporativa foi avaliada por meio do índice IGOV, composto por 10 perguntas binárias com pontuação positiva (expressa um valor entre 0 e 10), resultando em um ponto adicionado ao índice para cada resposta positiva. Também foi utilizado um índice derivado, o IGOV8, que considera não apenas os mecanismos de governança, mas também o setor industrial, e os NDGC; (ii) foi avaliado o comportamento do retorno, do risco (desvio padrão e beta), da relação risco x retorno (Índice de Sharpe e Índice de Traynor) e da liquidez das ações (número de negócios e volume de negociação) de empresas listadas na B3; (iii) as empresas foram combinadas em três grupos, de acordo com a qualidade das práticas de governança, em baixa, média e alta governança, e as médias dos indicadores financeiros das ações foram comparadas grupo a grupo, via testes de comparação de médias e variâncias, obtidos por meio das metodologias estatísticas teste *t*, teste *F* e ANOVA.

Obtiveram-se mais resultados estatisticamente significativos quando a governança corporativa foi analisada por meio do IGOV8. Por esse indicador, mostrou-se que a qualidade da governança corporativa parece ter algum impacto positivo sobre os retornos, haja vista que o grupo de empresas classificadas como alta governança apresentou média de retorno superior ao grupo de empresas classificadas como média e baixa governança. Os resultados sugerem também que

empresas com boa governança podem reduzir o risco e aumentar a liquidez de suas ações. Outro ponto que pode ter influenciado esse resultado é o fato do IGOV8 incluir empresas industriais que, pela natureza de suas operações, adotam e praticam com maior rigor a governança corporativa, gerando mais confiabilidade e credibilidade no mercado.

Pelo IGOV, índice principal deste trabalho, obtiveram-se resultados semelhantes aos do IGOV8 em grande parte das análises. A *dummy* formada pelo NDGC, por outro lado, apresentou resultados discrepantes tanto para com os índices de governança utilizados neste trabalho quanto com a literatura. Esses achados, em linha com a teoria da agência, são relevantes tanto para as empresas quanto para os investidores, haja vista que reforçam a importância da boa governança corporativa para o desempenho financeiro das empresas. Além disso, o IGOV8 é particularmente relevante para as empresas brasileiras e os investidores. Isso porque parece avaliar bem a qualidade da governança corporativa de uma forma abrangente e precisa, considerando aspectos importantes como a transparência e o incentivo aos gestores.

É importante destacar que os resultados obtidos sugerem que a forma de mensurar a governança corporativa tem forte influência nos achados desta pesquisa. Um exemplo é o de que, em algumas análises, há um possível impacto da governança nos retornos de ações e, em outras ocasiões, há ausência desse efeito. Esse mesmo fenômeno pode ter ocorrido em outros trabalhos, o que justificaria a discrepância dos resultados presentes na literatura. Esta pode ser considerada, por um lado, uma limitação do presente estudo. Ademais, a relação entre as variáveis pode ser influenciada por fatores específicos do país ou do setor em questão. Com isso, sugerem-se, para pesquisas futuras, análises mais aprofundadas sobre o tema, empregando-se os índices propostos aqui, principalmente o IGOV8, bem como o exame de setores específicos da economia.

9 CONSIDERAÇÕES FINAIS DA TESE

Cada um é filho das suas obras.

(Miguel de Cervantes – Dom Quixote)

Esta tese amparou-se na visão de que a governança corporativa, entendida como o conjunto de processos, práticas e estruturas com capacidade de reduzir as chances de expropriação da riqueza das partes relacionadas à organização, pode maximizar o valor para os acionistas, melhorar a eficiência e a rentabilidade, aumentar a confiança dos investidores e proteger os interesses dos *stakeholders*. Somou-se a esta visão a teoria de agência, baseada na premissa de que existe uma desconexão entre os objetivos dos acionistas (principais) e da direção e administração (agentes) de uma empresa. Como resultado, os agentes podem tomar decisões que não sejam alinhadas aos objetivos dos acionistas, o que pode resultar em perda de valor para a empresa. A governança corporativa, portanto, seria uma forma de mitigar este problema.

Com base nestes princípios, iniciou-se esta tese com a seguinte questão de pesquisa: **a adoção de boas práticas de governança corporativa afeta o desempenho e a distribuição de dividendos das empresas brasileiras de capital aberto?** No intuito de responder a essa indagação, o objetivo principal deste trabalho foi propor um índice, amparado nos mecanismos de governança corporativa para o mercado acionário brasileiro e, a partir dele, analisar a relação entre a qualidade da governança, o desempenho financeiro e a distribuição de dividendos das empresas brasileiras com ações negociadas pela B3 entre os anos de 2010 e 2020.

Especificamente: (i) analisou-se a evolução das publicações de artigos científicos sobre a governança corporativa entre os anos de 2000 a 2020, identificando os periódicos que mais publicaram estudos sobre o tema, os principais centros de pesquisa, os autores mais prolíferos e, principalmente, as *proxies* de governança corporativa mais utilizadas nas pesquisas empíricas nacionais; (ii) construiu-se um índice de governança corporativa para empresas brasileiras amparado nos mecanismos apontados pela literatura como eficientes na redução dos conflitos de agência e, a partir dele, analisou-se o efeito da qualidade da governança no desempenho de mercado dessas empresas; (iii) a partir do índice construído, examinou-se a associação entre a governança corporativa e o desempenho financeiro, nas medidas ROE, ROA e LAJIDA; (iv) por meio do índice, analisou-se a influência da qualidade da governança corporativa na

distribuição de dividendos das empresas brasileiras; (v) recorrendo novamente ao índice de governança construído, examinou-se a relação entre governança corporativa e a estrutura de capital das empresas brasileiras e (vi) por fim, empregou-se o índice criado para analisar se as empresas com boas práticas de governança corporativa apresentam desempenho das ações, nas dimensões retorno, risco e liquidez, superior ao das demais empresas. Estes objetivos específicos, que auxiliaram no cumprimento do objetivo geral da tese, foram cumpridos via elaboração de seis artigos inter-relacionados.

No primeiro artigo, apresentado no Capítulo 3 e com vistas a cumprir o objetivo específico (i), foi analisado o perfil das publicações sobre governança corporativa nos periódicos brasileiros classificados no Qualis Capes de administração (Quadriênio 2013–2016) como A2 e B1, nos anos de 2000 a 2020. Em específico, examinou-se a evolução das publicações ao longo do período estudado, identificando os periódicos que mais publicaram estudos sobre o tema, os principais centros de pesquisa, os autores mais prolíferos e, principalmente, as *proxies* de governança corporativa mais utilizadas nas pesquisas empíricas nacionais. O estudo foi realizado por meio de uma análise bibliométrica e uma revisão sistemática de literatura em 457 artigos publicados em 22 periódicos.

No ano de 2002, apenas dois estudos sobre governança foram publicados nos periódicos analisados, ambos pela Revista de Administração Contemporânea. É importante salientar que a maioria dos periódicos de maior impacto só foi criada após os anos 2000. Durante o período analisado, o periódico Contabilidade, Gestão e Governança foi o mais proeminente na publicação de estudos sobre governança corporativa, sendo considerado um meio de divulgação científica importante sobre o assunto. Além deste, de acordo com a Lei de Bradford, outros periódicos que se destacaram na publicação de estudos sobre governança corporativa no Brasil incluem a Revista Contabilidade & Finanças, a Revista Contemporânea de Contabilidade e a Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos que, juntos, publicaram mais de um terço dos estudos sobre governança durante o período analisado, e podem ser considerados como componentes de um núcleo fundamental de estudos sobre o tema no país. Em adição, destacou-se a Universidade de São Paulo (USP) como o principal centro de pesquisa em governança no país. Observou-se predominância de publicações em parceria, em especial com dois, três e quatro autores. Tais resultados corroboram os achados anteriores da literatura sobre a governança no Brasil.

No que se refere à utilização de *proxies* de governança corporativa em pesquisas empíricas no Brasil, a maioria dos estudos (76,5%) optou por uma variável *dummy* baseada nos NDGC da B3. Isso pode ser explicado pela dificuldade de obtenção de índices de governança que envolvem muitas variáveis qualitativas relacionadas aos mecanismos de governança. Apenas 17,5% dos estudos empíricos utilizaram índices como *proxies* de governança, com destaque para as métricas de Silveira (2004), Carvalhal-da-Silva e Leal (2005) e Correia, Amaral e Louvet (2011). Os índices de Silveira (2004) e Carvalhal-da-Silva e Leal (2005) são mais simples, uma vez que são obtidos a partir de respostas dicotômicas de aderência ou não aderência aos mecanismos de governança, enquanto o índice de Correia, Amaral e Louvet (2011) requer métodos econométricos na sua obtenção. No entanto, todos os índices dependem de um grande número de variáveis, algumas das quais não são mais relevantes nos dias de hoje, o que leva a uma baixa utilização desses índices por outros pesquisadores brasileiros. Mostrou-se, com esse artigo, a relevância da criação de indicadores eficazes para avaliar a qualidade da governança corporativa de forma clara e mais simples de serem utilizados.

Em sequência, amparado nos resultados do primeiro artigo e no intuito de cumprir com o objetivo específico (ii), no segundo estudo apresentou-se um novo índice de governança corporativa para avaliar o impacto de boas práticas de governança no desempenho de mercado de empresas brasileiras listadas na B3 entre 2010 e 2020. A amostra, deste e dos artigos subsequentes, foi formada por 118 empresas pertencentes a nove setores: Serviços (25%), Indústria (25%), Energia Elétrica (15%), Construção Civil (11%), Varejo (9%), Petróleo, Gás e Biocombustíveis (6%), Mineração, Siderurgia e Metalurgia (6%), Saneamento (2%) e Agropecuária (2%).

O índice criado, chamado de IGOV, foi baseado em estudos anteriores que apontaram os mecanismos mais eficazes para reduzir problemas de agência. A fim de validá-lo externamente, realizou-se uma comparação com as variáveis *Firm Value* e Q de Tobin, em diferentes modelos econométricos, bem como em testes de diferença de médias e variâncias (teste *t*, teste *F* e ANOVA). A rejeição das hipóteses nulas da maioria dos testes mostrou que há diferenças significativas nas médias dos grupos de governança, sugerindo que empresas com boa governança tendem a apresentar melhor desempenho no mercado.

Além do IGOV, índice principal formado pela soma de dez perguntas relacionadas aos mecanismos Conselho de Administração, Estrutura de Propriedade e de Controle, Divulgação e Transparência, Incentivos aos Administradores e Nível de *Disclosure*, foram testados outros

dois índices derivados do IGOV. O primeiro, denominado IGOV8, é composto pela soma de oito perguntas que contemplam os mecanismos de Divulgação e Transparência, Incentivos aos Administradores, Nível de *Disclosure* e Setor. O segundo, chamado de IGOV12, é formado pelas dez perguntas do IGOV somadas ao setor de atuação e ao valor do *payout*, em números decimais. Para avaliar a efetividade desses índices, eles foram comparados com a *proxy* NDGC, uma variável *dummy* utilizada em muitos estudos empíricos de governança corporativa e que representa as empresas listadas nos segmentos de governança da B3, como evidenciado no primeiro artigo.

Os resultados indicaram que a *proxy* NDGC não é uma boa métrica para avaliar a qualidade da governança corporativa, já que os modelos de regressão apresentaram resultados discrepantes entre si. Em contrapartida, os índices IGOV, IGOV8 e IGOV12 se mostraram boas medidas de governança, com resultados consistentes em todos os modelos de regressão estimados. Em todos os modelos, a relação entre governança corporativa e desempenho foi positiva, demonstrando que o mercado valoriza a qualidade da governança corporativa expressa pelos índices. O índice IGOV8 se destacou pela sua significância e pelos coeficientes de determinação superiores aos observados nos demais índices, evidenciando que os mecanismos de Divulgação e Transparência, Incentivos aos Administradores, Nível de *Disclosure* e setor de atuação são os mais importantes para a qualidade da governança. Isso sugere que o índice IGOV8 pode ser uma medida mais adequada para capturar a qualidade da governança corporativa das empresas brasileiras e que a boa governança é valorizada pelo mercado.

É importante ressaltar que os índices formulados se baseiam em respostas binárias de aderência ou não aderência aos mecanismos de governança. Apesar dessa limitação, o estudo apresenta contribuições significativas e propõe um índice simples de ser obtido, em comparação com outros documentados na literatura brasileira sobre o tema. O índice IGOV8, que conta com apenas oito variáveis qualitativas, se mostrou o mais eficiente e as empresas podem investir na melhoria dos mecanismos associados a essas questões para atrair investidores. Esse resultado corrobora os pressupostos da teoria da agência ao demonstrar que os mecanismos de governança corporativa empregados na construção dos índices são eficientes na redução dos problemas de agência, com impacto positivo no valor de mercado das empresas. O IGOV e, principalmente, o IGOV8 se mostraram como importantes instrumentos de avaliação financeira.

Buscando cumprir o terceiro objetivo específico, no terceiro artigo da tese examinou-se o impacto da governança corporativa no desempenho financeiro das empresas brasileiras com ações negociadas pela B3 entre os anos de 2010 e 2020. Como medidas da qualidade de governança utilizaram-se os índices IGOV e IGOV8, que apresentaram resultados mais unânimes em relação à direção e à significância estatística no artigo anterior, e também a classificação das empresas nos NDGC. Já como indicadores de desempenho financeiro, foram utilizados o ROE, o ROA e o LAJIDA.

Os coeficientes para o IGOV e IGOV8 apresentaram relação positiva com o desempenho em todos os modelos estimados e para todas as variáveis dependentes. Por seu turno, os coeficientes para os NDGC, apesar de não significativos em grande parte dos modelos, também foram positivos em todos os casos. Essas relações demonstraram que, no Brasil, as empresas com melhor qualidade de governança corporativa tendem a apresentar desempenho financeiro estatisticamente superior ao das demais. Destaca-se a significância obtida em todos os modelos em que o IGOV8 foi utilizado como métrica de governança, sugerindo novamente que este índice pode ser uma boa medida da qualidade da governança para as empresas brasileiras.

Por sua vez, o objetivo específico (iv) foi cumprido por meio do artigo exposto no Capítulo 6, cujo objetivo foi analisar a influência da qualidade da governança corporativa na distribuição de dividendos das empresas brasileiras não financeiras, com ações negociadas pela B3 entre 2010 e 2020. Novamente, empregaram-se o IGOV e o IGOV8 como medidas de governança, enquanto a política de pagamento de dividendos foi medida por meio das variáveis DIV (dividendos/ativo total) e PAYOUT (dividendos/lucro líquido).

Os resultados indicaram que somente no modelo estimado com o uso de DIV e IGOV8 como *proxies* de governança houve relação negativa e estatisticamente significativa entre essas variáveis. Nos demais modelos não houve significância estatística. Esse resultado, embora esteja em conformidade com pesquisas anteriores, não sustenta a hipótese de que a qualidade da governança corporativa está positivamente relacionada com a distribuição de dividendos das empresas. Ao contrário, sugere que empresas com melhores práticas de governança podem ter uma menor assimetria de informações e, portanto, ter mais flexibilidade na sua política de pagamento de dividendos, uma vez que exigem um menor retorno dos investidores.

Em sequência, e a fim de cumprir com o objetivo específico (v), o artigo discutido no Capítulo 7 teve por finalidade analisar a relação entre governança corporativa e a estrutura de capital das

empresas brasileiras. Além da governança, medida pelos índices IGOV e IGOV8, e pela *proxy* NDGC, buscou-se contribuir com o processo de tomada de decisão dos gestores, ao identificar os determinantes do endividamento das empresas brasileiras. Ademais, por meio do relacionamento observado entre os determinantes e o endividamento, verificou-se a adequação das principais teorias sobre estrutura de capital no contexto brasileiro (*trade-off* e *pecking order*).

Os resultados obtidos indicaram que não houve significância estatística na relação entre a qualidade da governança e o endividamento das empresas brasileiras. Isso sugere que a qualidade da governança pode não ser um fator determinante nas decisões sobre a estrutura de capital das empresas. Em relação aos demais fatores analisados, verificou-se relação significativa entre o risco, o tamanho da empresa e o índice de liquidez corrente com o endividamento de curto prazo. Já para o endividamento de longo prazo, a relação significativa foi observada entre as variáveis risco e tamanho da empresa. Além disso, em relação à alavancagem, constatou-se relação significativa com as variáveis rentabilidade dos ativos, risco e índice de liquidez corrente. Com isso, verificou-se que a teoria *pecking order* foi a mais adequada para explicar o endividamento geral e de curto prazo, enquanto para o endividamento de longo prazo a relação entre as variáveis não apontou o predomínio de nenhuma das teorias estudadas.

Por fim, no Capítulo 8, o último artigo da tese, teve o intuito de cumprir o objetivo específico (vi). O propósito foi examinar a relação entre a governança corporativa e o desempenho das ações, nas dimensões retorno, risco e liquidez, das empresas brasileiras de capital aberto, com ações negociadas pela B3 entre os anos de 2010 e 2020. Além da *proxy* NDGC, no artigo, assim como nos anteriores, empregaram-se os índices IGOV e IGOV8 como medidas de governança. Para isso, as empresas foram divididas em três grupos com base na qualidade das práticas de governança: baixa, média e alta governança. Em seguida, as médias dos indicadores financeiros (retorno, desvio padrão, beta, Índice de Sharpe, Índice de Traynor, número e volume de negociações) foram comparadas grupo a grupo, por meio de testes estatísticos, teste *t*, teste *F* e ANOVA, que permitiram a análise das diferenças nas médias e variâncias.

Os resultados da análise por meio do IGOV8 demonstraram maior significância estatística. Constatou-se que a qualidade da governança corporativa tem impacto positivo nos retornos, uma vez que empresas classificadas como alta governança apresentaram média de retorno superior, em comparação com as classificadas como média e baixa governança. Os resultados

evidenciaram também que empresas com boa governança tendem a reduzir riscos e a aumentar a liquidez de suas ações. O índice principal deste estudo, o IGOV, apresentou resultados semelhantes ao IGOV8 em grande parte das análises realizadas. No entanto, a variável *dummy* formada pelo NDGC apresentou resultados discrepantes tanto em relação aos índices de governança utilizados neste estudo quanto à literatura existente.

Em suma, esta tese partiu da hipótese fundamental de que a qualidade da governança corporativa exerce efeito positivo sobre o desempenho financeiro e a distribuição de dividendos das empresas, para, então, propor um índice de governança corporativa para o mercado acionário brasileiro. Para isso, foram aplicados conceitos de eficiência da qualidade de governança, baseados na teoria da agência, que visa garantir a proteção dos fornecedores de capital e a maximização do retorno do investimento, conforme descrito por Shleifer e Vishny (1997).

A primeira contribuição desta tese é para professores e estudantes de pós-graduação *stricto sensu* recém-chegados à área, ao analisar a evolução das publicações ao longo das últimas duas décadas, identificando os periódicos que mais publicaram estudos sobre o tema, os principais centros de pesquisa, os autores mais prolíferos e, principalmente, as *proxies* de governança corporativa mais utilizadas nas pesquisas empíricas nacionais. Esse ponto de partida mostrou a importância da criação de um índice de governança mais amplo que uma *dummy* formada pelo NDGC e de mais fácil operacionalização que os indicadores anteriormente propostos pela literatura nacional.

A segunda contribuição se dá mediante a criação do índice IGOV e, principalmente, pelo índice dele derivado, o IGOV8, formado pela soma de oito perguntas que contemplam os mecanismos de Divulgação e Transparência, Incentivos aos Administradores, Nível de *Disclosure* e Setor, que apresentou significância estatística na grande maioria dos modelos estimados neste trabalho. O índice é um dos mais simples de se obter em comparação com os demais índices documentados na literatura brasileira, haja vista que depende de menos variáveis qualitativas e seu valor é calculado pela simples soma das questões objetivas de aderência e não aderência aos mecanismos de governança. Ainda assim, o IGOV8 se mostrou o mais eficiente e, dessa forma, empresas que almejam atrair os investidores podem investir na melhoria dos mecanismos associados a este indicador.

Nesse sentido, o IGOV e, principalmente, o IGOV8 se mostram como importantes instrumentos

de avaliação financeira, se revelando como ferramentas práticas e importantes para os acionistas e gestores das empresas que demandam capital para financiar suas atividades, assim como para os credores, que necessitam reduzir seus riscos de crédito. A simplificação do conceito complexo da governança corporativa pelo índice pode motivar as empresas a melhorarem sua governança e ajudarem os investidores a tomarem decisões de investimento mais bem informadas.

A terceira contribuição diz respeito às análises presentes na tese, nas quais a governança corporativa foi associada a diversos aspectos das empresas, corroborando alguns dos estudos anteriores sobre o tema. Nestas análises, mostrou-se que a governança pode aumentar a confiança dos investidores e influenciar positivamente o valor de mercado, o desempenho financeiro e o retorno e a liquidez das ações das empresas brasileiras. Ademais, mostrou-se que a qualidade da governança pode estar associada à redução do risco das ações.

Além dessas contribuições, cabe mencionar que a criação do índice IGOV e do IGOV8 fornece um referencial objetivo para a avaliação da governança corporativa, permitindo uma comparação mais precisa entre diferentes empresas. Os índices estabelecem, ainda, critérios objetivos e mensuráveis para que as empresas identifiquem os mecanismos específicos que precisam ser aprimorados e trabalhem para implementar melhores práticas. Por fim, as análises realizadas nesta tese reforçam a importância da governança corporativa como uma ferramenta essencial para orientar decisões de investimento, promover a transparência e a responsabilidade empresarial e contribuir para o desenvolvimento sustentável das empresas.

A despeito destas contribuições, algumas limitações encontradas durante o desenvolvimento da pesquisa podem ser elencadas. São elas (i) os índices propostos são baseados nas respostas binárias de aderência ou não aderência aos mecanismos de governança. Apesar da facilidade de operacionalização, as médias obtidas a partir de uma pontuação binária que considera a presença ou a ausência de um atributo podem não ser a abordagem mais adequada para a determinação de uma métrica. (ii) A amostra foi composta por diversos setores tratados de forma conjunta, o que pode ter impactado os resultados do estudo. (iii) A forma de mensurar a governança corporativa pode ter forte influência nos achados sobre o tema, o que justificaria a discrepância dos resultados presentes na literatura.

Nesse sentido, sugere-se, para próximas pesquisas, empregar os índices aqui propostos em amostras separadas por setores econômicos para verificar o impacto da governança corporativa

em setores específicos. Destaca-se por fim que, após a realização desta tese, é possível apontar os índices IGOV e principalmente o IGOV8, como eficientes, de fácil compreensão e fácil operacionalização.

REFERÊNCIAS

*E o silêncio escapou
ferindo a ordenança
e hoje o anverso
da nudez é a nudez
do nosso gritante verso
que se quer livre.*

(Conceição Evaristo – Da Conjuração dos Versos)

ABDULLAH, H.; TURSOY, T. The effect of corporate governance on financial performance: evidence from a shareholder-oriented system. *Iranian Journal of Management Studies*, v. 16, n. 1, p. 79-95, 2023.

ACEDO, F. J.; CASILLAS, J. C. Current paradigms in the international management field: An author co-citation analysis. *International Business Review*, v. 14, n. 5, p. 619-639, 2005.

ADJAOUD, F.; BEN AMAR, W. Corporate governance and dividend policy: shareholders' protection or expropriation? *Journal of Business Finance & Accounting*, v. 37, n. 5-6, p. 648-667, 2010.

AGUIAR, A. B.; PIMENTEL, R. C. Remuneração de executivos e desempenho no mercado brasileiro: relações contemporâneas e defasadas. *Revista de Administração Contemporânea*, v. 21, n. 4, p. 545-568, 2017.

AGUILERA, R. V.; DESENDER, K.; BEDNAR, M. K.; LEE, J. H. Connecting the dots: Bringing external corporate governance into the corporate governance puzzle. *Academy of Management Annals*, v. 9, n. 1, p. 483-573, 2015.

AHMED SHEIKH, N.; WANG, Z. Effects of corporate governance on capital structure: empirical evidence from Pakistan. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, v. 12, n. 5, p. 629-641, 2012.

AKERLOF, G. A. The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, v. 84, n. 3, p. 488-500, 1970.

ALBERTO, J. G. C.; MARTINS, H. C. Efeito da Governança Corporativa nos Retornos das Ações em Decorrência do Anúncio da Recompra. *Contabilidade, Gestão e Governança*, v. 23, n. 3, p.294-308, 2020.

ALLEN, F.; ZHAO, M. The corporate governance model of Japan: Shareholders are not rulers. *PKU Business Review*, v. 36, n. 7, p. 98-102, 2007.

ALMEIDA, M. C. *Auditoria: um curso moderno e completo*. 5 ed. São Paulo, Ed. Atlas, 1996.

- ALNAJAR, A. E. A. The Role of Good Corporate Governance in Preventing and Reducing Fraud: Denmark and Malaysia Case Study. *Review of Business, Accounting, & Finance*, v. 1, n. 1, p. 58-92, 2021.
- AL-NAJJAR, B.; AL-NAJJAR, D. The impact of external financing on firm value and a corporate governance index: SME evidence. *Journal of Small Business and Enterprise Development*, v. 24, n. 21, p. 411-423, 2017.
- ALTMAN, E. I.; HOTCHKISS, E. *Corporate financial distress and bankruptcy: Predict and avoid bankruptcy, analyze and invest in distressed debt*. John Wiley & Sons, 2010.
- AMAN, H.; NGUYEN, P. Does good governance matter to debtholders? Evidence from the credit ratings of Japanese firms. *Research in International Business and Finance*, v. 29, p. 14-34, 2013.
- ANA, S. R.; SULISTIYO, A. B.; PRASETYO, W. The Effect of Intellectual Capital and Good Corporate Governance on Company Value Mediated by Competitive Advantage. *Journal of Accounting and Investment*, v. 22, n. 2, p. 276-295, 2021.
- ANDRADE, L. P. D.; SALAZAR, G. T.; CALEGÁRIO, C. L. L.; SILVA, S. S. Governança corporativa: uma análise da relação do conselho de administração com o valor de mercado e desempenho das empresas brasileiras. *Ram. Revista de Administração Mackenzie*, v. 10, n. 4, p. 4-31, 2009.
- ANTONELLI, R. A.; PORTULHAK, H.; SCHERER, L. M.; CLEMENTE, A. Impacto da adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBovespa no risco de companhias reguladas. *Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ*, v. 23, n. 2, p. 92-109, 2019.
- ANTWI, I. F.; CARVALHO, C.; CARMO, C. Corporate governance and firm performance in the emerging market: A review of the empirical literature. *Journal of Governance and Regulation*, v. 10, n. 1, 2021.
- APRILIYANTI, I. D.; RANDØY, T. Between politics and business: Boardroom decision making in state-owned Indonesian enterprises. *Corporate Governance: An International Review*, v. 27, n. 3, p. 166-185, 2019.
- ARMITAGE, S.; HOU, W.; SARKAR, S.; TALAULICAR, T. Corporate governance challenges in emerging economies. *Corporate Governance: An International Review*, Forthcoming, 2017.
- ARORA, A.; SHARMA, C. Corporate governance and firm performance in developing countries: evidence from India. *Corporate Governance*, v. 16, n. 2, p. 420-436, 2016.
- ASSUNÇÃO, R. R.; LUCA, M. M. M. D.; VASCONCELOS, A. C. D. Complexidade e governança corporativa: uma análise das empresas listadas na BM&FBOVESPA. *Revista Contabilidade & Finanças*, v. 28, n. 74, p. 213-228, 2017.
- AURELI, S.; DEL BALDO, M.; LOMBARDI, R.; NAPPO, F. Nonfinancial reporting regulation and challenges in sustainability disclosure and corporate governance practices. *Business Strategy and the Environment*, v. 29, n. 6, p. 2392-2403, 2020.

- AWAN, A. G.; AKHTAR, N. The impact of Corporate Social Responsibility (CSR) on profitability of firms: A case study of fertilizer & cement industry in Southern Punjab. *Pakistan. International Journal of Development and Economic Sustainability*, v. 2, n. 4, p. 70-79, 2014.
- BALTAGI, B. H.; LI, Q. A note on the estimation of simultaneous equations with error components. *Econometric Theory*, v. 8, n. 1, p. 113-119, 1992.
- BALTAGI, B. H.; LIU, L. A note on the application of EC2SLS and EC3SLS estimators in panel data models. *Statistics & Probability Letters*, v. 79, n. 20, p. 2189-2192, 2009.
- BASTOS, D. D.; NAKAMURA, W. T. Determinantes da estrutura de capital das companhias abertas no Brasil, México e Chile no período 2001-2006. *Revista Contabilidade & Finanças*, v. 20, p. 75-94, 2009.
- BATAINEH, H. A.; ULLAH, M.; WALI, S. S. The nexus of corporate governance and financial performance: evidence from London Stock Exchange *International Journal for Scientific Research & Development*, v. 8, n. 11, p. 21-26, 2021.
- BAWAI, R.; KUSUMADEWI, H. Effect of Corporate Governance, Firm Characteristic, Disclosure of Corporate Social Responsibility (CSR) on Firm Value. *Jurnal Economia*, v. 17, n. 1, p. 20-33, 2021.
- BEBCHUK, L. A.; WEISBACH, M. S. The state of corporate governance research. *The Review of Financial Studies*, v. 23, n. 3, p. 939-961, 2010.
- BEDNAR, M. K. Watchdog or lapdog? A behavioral view of the media as a corporate governance mechanism. *Academy of Management Journal*, v. 55, n. 1, p. 131-150, 2012.
- BEDNAR, M. K.; BOIVIE, S.; PRINCE, N. R. Burr under the saddle: How media coverage influences strategic change. *Organization Science*, v. 24, n. 3, p. 910-925, 2013.
- BELLATO, L. L. N.; SILVEIRA, A. M.; SAVOIA, J. R. F. Influência da estrutura de propriedade sobre a taxa de pagamento de dividendos das companhias abertas brasileiras. In: EnANPAD, XXX, 2006. *Anais do XXX EnANPAD*, Salvador: 2006.
- BERGEN, M.; DUTTA, S.; WALKER JR, O. C. Agency relationships in marketing: A review of the implications and applications of agency and related theories. *Journal of Marketing*, v. 56, n. 3, p. 1-24, 1992.
- BERGLUND, T. Liquidity and corporate governance. *Journal of Risk Financial Management*, v. 13, n. 54, p. 1-9, 2020.
- BERKMAN, H.; COLE, R. A.; FU, L. J. Expropriation through loan guarantees to related parties: Evidence from China. *Journal of Banking & Finance*, v. 33, n. 1, p. 141-156, 2009.
- BERLE, A.; MEANS, G. *The Modern Corporation and Private Property*. New York. New Brunswick. 1932.
- BERNARDINO, F. F. M.; PEIXOTO, F. M.; FERREIRA, R. N. Governança corporativa e valor da firma: um estudo de empresas brasileiras do setor elétrico. *Revista Eletrônica de Ciência Administrativa*, v. 13, n. 2, p. 185-202, 2014.

- BERNDT, M. *Global differences in corporate governance systems: Theory and implications for reforms*. Springer-Verlag, 2013.
- BESARRIA, C. N.; SILVA, H. S. A efetividade da governança corporativa sobre o risco dos ativos da BM&FBovespa. *Race: Revista de Administração, Contabilidade e Economia*, v. 16, n. 3, p. 933-956, 2017.
- BEUREN, I. M.; PAMPLONA, E.; LEITE, M. Remuneração dos Executivos e Desempenho em Empresas Brasileiras Familiares e Não Familiares. *Revista de Administração Contemporânea*, v. 24, n. 6, p. 514-531, 2020.
- BHAT, K. U.; CHEN, Y., JEBRAN, K.; BHUTTO, N. A. Corporate governance and firm value: a comparative analysis of state and non-state owned companies in the context of Pakistan. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 2018.
- BHOJRAJ, S.; SENGUPTA, P. Effect of corporate governance on bond ratings and yields: the role of institutional investors and outside directors. *The Journal of Business*, v. 76, n. 3, p. 455-475, 2003.
- BIAGE, M. *Estatística Econômica e Introdução à Econometria*. ed. Departamento de Ciências Econômicas/UFSC, Florianópolis, 2012.
- BLACK, B. S.; CARVALHO, A. G.; KHANNA, V. S.; KIM, W.; YURTOGLU, B. B. Which aspects of corporate governance do and do not matter in emerging markets. *Journal of Law, Finance, and Accounting*, v. 5, n. 1, 2020.
- BLACK, B. S.; JANG, H.; KIM, W. Does corporate governance predict firms' market value? Evidence from Korea. *Journal of Law, Economics, & Organization*, v. 22, n. 2, p.366-413, 2006.
- BLACK, B.S.; CARVALHO, A.G; SAMPAIO, J.O. The evolution of corporate governance in Brazil. *Emerging Markets Review*, v. 20, p. 176-195, 2014.
- BORGES, L. F. X.; SERRÃO, C. F. B. Aspectos de governança corporativa moderna no Brasil. *Revista do BNDS*, v. 12, n. 24, p. 111-148 2005.
- BÖRSCH-SUPAN, A.; KÖKE, J. An applied econometricians' view of empirical corporate governance studies. *German Economic Review*, v. 3, n. 3, p. 295-323, 2002.
- BORTOLI FILHO, J. I.; PIMENTA JÚNIOR, T. Dupla listagem internacional: a emissão de ADRs de empresas brasileiras e seus impactos no comportamento das ações. *Revista de Administração-RAUSP*, v. 40, n. 2, p. 184-192, 2005.
- BORTOLON, P. M.; SILVA JUNIOR, A. Deslistagem de companhias brasileiras listadas na bolsa de valores: evidências empíricas sobre a Governança Corporativa. *Brazilian Business Review*, p. 97, 2015.
- BOYTON, W. C., JOHNSON, R. N., KELL, W. G. *Auditoria*. São Paulo, Ed. Atlas, 2002.
- BOZEC, Y.; BOZEC, R. Ownership concentration and corporate governance practices: substitution or expropriation effects?. *Canadian Journal of Administrative Sciences*, v. 24, n. 3, p. 182-195, 2007.

- BRADLEY, M.; CHEN, D. Corporate governance and the cost of debt: Evidence from director limited liability and indemnification provisions. *Journal of Corporate Finance*, v. 17, n. 1, p. 83-107, 2011.
- BRADLEY, M.; CHEN, D. Does board independence reduce the cost of debt?. *Financial Management*, v. 44, n. 1, p. 15-47, 2015.
- BRAGA, I. L.; DUARTE, A. L. F.; SINAY, M. C. F.; BAIDYA, T. K. N. Estudo Bibliométrico da Relação entre Governança Corporativa e Assimetria Informacional. *Colóquio Organizações, Desenvolvimento e Sustentabilidade*, v. 11, n. 1, 2020.
- BRANDÃO, I. D. F.; VASCONCELOS, A. C. D.; LUCA, M. M. M. D.; CRISÓSTOMO, V. L. Composição do conselho de administração e sensibilidade da remuneração executiva ao desempenho de mercado. *Revista Contabilidade & Finanças*, v. 30, n. 79, p. 28-41, 2019.
- BRANDÃO, I. F.; CRISÓSTOMO, V. L. Concentração de propriedade e qualidade da governança da empresa brasileira. *Brazilian Review of Finance*, v. 13, n. 3, p. 438-469-438-469, 2015.
- BRASIL BOLSA BALCÃO. *Segmentos de listagem*, 2021. Disponível em: <http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/>. Acesso em: 20 de fev. de 2022.
- BRASIL. Lei Nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Brasília, DF: Diário Oficial da União, 1976.
- BRICKLEY, J. A.; ZIMMERMAN, J. L. Corporate governance myths: comments on Armstrong, Guay, and Weber. *Journal of Accounting and Economics*, v. 50, n. 2-3, p. 235-245, 2010.
- BRIGHAM, E. F.; EHRHARDT, M. C. *Financial Management: Theory & Practice* (Book Only). Cengage Learning, 2013.
- BRITO, G. A. S.; CORRAR, L. J.; BATISTELLA, F. D. Fatores determinantes da estrutura de capital das maiores empresas que atuam no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, v. 18, n. 43, p. 9-19, 2007.
- BRONSTEIN, M. M. Levantamento Bibliométrico: Governança Corporativa, Teoria da Agência e Teoria dos Stakeholders no Campo da Administração. *Revista Cadernos de Negócios*, v. 1, n. 1, 2020.
- BROWN, L. D.; CAYLOR, M. L. Corporate governance and firm valuation. *Journal of Accounting and Public Policy*, v. 25, n. 4, p. 409-434, 2006.
- BUSHMAN, R. M.; SMITH, A. J. Transparency, financial accounting information, and corporate governance. *Financial Accounting Information, and Corporate Governance. Economic Policy Review*, v. 9, n. 1, 2003.
- CAIXE, D. F.; KRAUTER, E. A influência da estrutura de propriedade e controle sobre o valor de mercado corporativo no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, v. 24, n. 62, p. 142-153, 2013.

- CAIXE, D. F.; KRAUTER, E. Relação entre governança corporativa e valor de mercado: mitigando problemas de endogeneidade. *BBR-Brazilian Business Review*, v. 11, n. 1, p. 96-117, 2014.
- CAIXE, D. F.; RODRIGUES, M. A. Derivativos, valor da firma e governança corporativa no Brasil. *REAd-Revista Eletrônica de Administração*, v. 28, n.1, p. 208-231, 2022.
- CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. V. A adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa beneficia o acionista e aumenta a liquidez acionária?. *REGE. Revista de Gestão*, v. 17, n. 2, p. 189, 2010.
- CARREIRO, N. K.; NASCIMENTO, J. C. H. B.; BARBOSA, F. L.; RABÊLO NETO, A.; SILVA, M. C. Relações entre governança corporativa, desempenho financeiro e valor de mercado: uma análise no contexto brasileiro. *Revista Facultad de Ciencias Económicas*, v. 29, n. 2, p. 11-28, 2021.
- CARVALHAL-DA-SILVA, A. L.; LEAL, R. P. C. Corporate Governance Index, Firm Valuation and Performance in Brazil. *Brazilian Review of Finance*, v. 3, n. 1, p. 1-18, 2005.
- CARVALHO, A.G.; DAL'BÓ, F.; SAMPAIO, J. Determinants of corporate governance practices in Brazil. *Emerging Markets Review*, v. 48, p. 1-16, 2021.
- CARVALHO, G. A.; RIBEIRO, J. E.; AMARAL, H. F. Determinantes da Estrutura de Capital das Empresas que Compõem o Índice Small Caps da B3. *Contabilidade Gestão e Governança*, v. 22, n. 2, p. 227-242, 2019.
- CASTRO JUNIOR, F. H.; YOSHINAGA, C. E. Coassimetria, cocurtose e as taxas de retorno das ações: uma análise com dados em painel. *RAM-Revista de Administração Mackenzie*, v. 13, n.1, p. 110-144, 2012.
- 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. *Journal of Accounting, Management and Governance*, v. 16, n. 2, p. 16-30, 2013.
- CHAIN, D. R.; JANUZZI, F. V. Um Estudo dos Determinantes da Distribuição de Dividendos de Empresas da B3: : Um Olhar sob os Diferentes Setores. *Contabilidade Vista & Revista*, v. 33, n. 3, p. 227-252, 2022.
- CHANG, Y.; CHOU, R. K.; HUANG, T. Corporate governance and the dynamics of capital structure: New evidence. *Journal of Banking & Finance*, v. 48, p. 374-385, 2014.
- CHEN, D. Classified boards, the cost of debt, and firm performance. *Journal of Banking & Finance*, v. 36, n. 12, p. 3346-3365, 2012.
- CHEN, G.; CROSSLAND, C. Can you believe it? Managerial discretion and financial analysts' responses to management earnings forecasts. *Finance and Strategy*. Emerald Group Publishing Limited, 2014.
- CHEN, R.; EL GHOUL, S.; GUEDHAMI, O.; WANG, H.; YANG, Y. Corporate Governance and Tax Avoidance: Evidence from US Cross-listing Corporate Governance and Tax Avoidance. *The Accounting Review*, v. 97, n. 7, 49-78, 2022.

- CHENG, S.; SHIU, C. Investor protection and capital structure: International evidence. *Journal of Multinational Financial Management*, v. 17, n. 1, p. 30-44, 2007.
- CHHAOCHHARIA, V.; LAEVEN, L. Corporate governance norms and practices. *Journal of Financial Intermediation*, v. 18, n. 3, p. 405-431, 2009.
- CHRISTOPHER, J. Corporate governance - A multi-theoretical approach to recognizing the wider influencing forces impacting on organizations. *Critical Perspectives on Accounting*, v. 21, n. 8, p. 683-695, 2010.
- CLAESSENS, S.; YURTOGLU, B. B. Corporate governance in emerging markets: A survey. *Emerging Markets Review*, v. 15, p. 1-33, 2013.
- COFFEE JR, J. C. Privatization and corporate governance: The lessons from securities market failure. *J. Corp. L.*, v. 25, p. 1, 1999.
- COLETTA, C.; LIMA, R. A.. Board of directors, performance and firm value in Brazilian listed state-owned enterprises. *Brazilian Review of Finance*, v. 18, n. 2, p. 1-28, 2020.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Mercado de valores mobiliários brasileiro*. Rio de Janeiro: CVM, 2013.
- CORDEIRO, V. A. *Impacto dos níveis diferenciados de governança corporativa na percepção de risco e volatilidade das ações listadas na B3*. 2022. Trabalho de Conclusão de Curso. Universidade Federal de Uberlândia.
- 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 Contabilidade & Finanças*, v. 22, n. 55, p. 45-63, 2011.
- CRISÓSTOMO, V. L.; PINHEIRO, B. G.; NAKAMURA, W. T. Concentração de propriedade e emissão de ação: Evidência da América Latina. *Brazilian Review of Finance*, v. 18, n. 4, p. 33-76, 2020.
- DAI, L.; PARWADA, J. T.; ZHANG, B. The governance effect of the media's news dissemination role: Evidence from insider trading. *Journal of Accounting Research*, v. 53, n. 2, p. 331-366, 2015.
- DAILY, C. M.; DALTON, D. R.; CANNELLA JR, Albert A. Corporate governance: Decades of dialogue and data. *Academy of Management Review*, v. 28, n. 3, p. 371-382, 2003.
- DAINES, R. M.; GOW, I. D.; LARCKER, David F. Rating the ratings: How good are commercial governance ratings?. *Journal of Financial Economics*, v. 98, n. 3, p. 439-461, 2010.
- DAL VESCO, D. G.; BEUREN, I. M. Influência da estrutura de propriedade e suas relações sociais no desempenho das empresas. *Contabilidade Vista & Revista*, v. 26, n. 3, p. 49-79, 2015.

- DEANGELO, H.; MASULIS, R. W. Optimal capital structure under corporate and personal taxation. *Journal of Financial Economics*, v. 8, n. 1, p. 3-29, 1980.
- DEEPHOUSE, D. Media Reputation as a Strategic Resource: An Integration of Mass Communication and Resource-Based Theories. *Journal of Management*, v. 26, n. 6, p. 1091–1112, 2000.
- DEMSETZ, H.; VILLALONGA, B. Ownership structure and corporate performance. *Journal of Corporate Finance*, v. 7, n. 3, p. 209-233, 2001.
- DENIS, D. K.; MCCONNELL, John J. International corporate governance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, v. 38, n.1, p. 1-36, 2003.
- DESENDER, K. A.; AGUILERA, R. V.; CRESPI, R.; GARCÍA-CESTONA, M. When does ownership matter? Board characteristics and behavior. *Strategic Management Journal*, v. 34, n. 7, p. 823-842, 2013.
- DEVITA, S.; TASMAN, A. The influence of corporate governance towards capital structure; Quality of Financial Reporting as mediating variabel. *Financial Management Studies*, v. 1, n. 2, p. 52-58, 2021.
- DIAMOND, D. W.; VERRECCHIA, R. E. Disclosure, liquidity, and the cost of capital. *The Journal of Finance*, v. 46, n. 4, p. 1325-1359, 1991.
- DOIDGE, C.; KAROLYI, G. A.; LINS, K. V.; STULZ, R. M.; MILLER, D. P. Private Benefits of Control, Ownership, and the Cross-Listing Decision. *ECGI - Finance Working Paper*, n. 77/2005, 2006.
- DONALDSON, T.; PRESTON, L. E. The stakeholder theory of the corporation: Concepts, evidence, and implications. *Academy of Management Review*, v. 20, n. 1, p. 65-91, 1995.
- DROBETZ, W.; SHILLHOFER, A.; ZIMMERMANN, H. Corporate governance and expected stock returns: evidence from Germany. *European Financial Management*, v. 10, n. 2, p. 267-293, 2004.
- DUARTE, E.; CARDOZO, M. A.; VICENTE, E. F. R. Governança: uma investigação da produção científica brasileira no período de 2000 a 2009. *Contabilidade, Gestão e Governança*, v. 15, n. 1, p. 115-127, 2012.
- DUFFHUES, P.; KABIR, R. Is the pay-performance relationship always positive? Evidence from the Netherlands. *Journal of Multinational Financial Management*, v. 18, n.1, p. 45-60, 2008.
- DURAND, D. Costs of debt and equity funds for business: trends and problems of measurement. *Conference on research in business finance. NBER*, p. 215-262, 1952.
- DYCK, A; ZINGALES, L. Private benefits of control: An international comparison. *The Journal of Finance*, v. 59, n. 2, p. 537-600, 2004.
- EDMANS, A. Blockholders and corporate governance. *Annu. Rev. Financ. Econ.*, v. 6, n. 1, p. 23-50, 2014.

EDWARDS, S. M.; SOARES, R. O.; LIMA, G. S. A relação entre governança corporativa e gerenciamento de resultados em empresas brasileiras. *Revista de Contabilidade e Organizações*, v. 7, n. 19, p. 27-39, 2013.

EISENHARDT, K. M. Agency theory: an assessment and review. *Academy of Management Review*, v. 14, n. 1, p. 57-74, 1989.

EL-DEEB, M. S.; HALIM, Y. T.; ELBAYOUMI, A. F. Disclosure tone, corporate governance and firm value: evidence from Egypt. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, v. 29, n. 3, p. 793-814, 2022.

ESPEJO, R. A.; CLEMENTE, A. Os níveis de governança corporativa enquanto fatores redutores de risco na crise financeira de 2008. *Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ*, v. 21, n. 2, p. 34-51, 2017.

ESQUEDA, O. A. Signaling, corporate governance, and the equilibrium dividend policy. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, v. 59, p. 186-199, 2016.

FAHLENBRACH, R.; STULZ, R. M. Managerial ownership dynamics and firm value. *Journal of Financial Economics*, v. 92, n. 3, p. 342-361, 2009.

FAMA, E. Agency problems and the theory of the firm. *Journal of Political Economy*, v. 88, n. 2, p. 288-307, 1980.

FAMA, E. F.; FRENCH, K. R. A five-factor asset pricing model. *Journal of Financial Economics*, v. 116, n. 1, p. 1-22, 2015.

FAMA, E. F.; FRENCH, K. R. Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics*, v. 33, n. 1, p. 3-56, 1993.

FAMA, E. F.; JENSEN, M. C. Agency Problems and Residual Claims. *Journal of Law & Economics*, v. 26, n. 2, p. 327-349, 1983b.

FAMA, E. F.; JENSEN, M. C. Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, v. 26, n. 2, p.301-325, 1983a.

FAN, J. P.; TITMAN, S.; TWITE, G. An international comparison of capital structure and debt maturity choices. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, v. 47, n. 1, p. 23-56, 2012.

FAROOQUE, O. A; HAMID, A.; SUN, L. Does Corporate Governance Have a Say on Dividends in Australian Listed Companies?. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, v. 15, n. 4, p. 47-75, 2021.

FATMA, H. B.; CHOUAIBI, J. Corporate governance and firm value: a study on European financial institutions. *International Journal of Productivity and Performance Management*, 2021.

FÁVERO; L. P.; BELFIORE, P. *Manual de Análise de Dados*. 1. ed., Rio de Janeiro: Elsevier, 2017.

FERREIRA, M. A.; LAUX, P. A. Corporate governance, idiosyncratic risk, and information

flow. *The Journal of Finance*, v. 62, n. 2, p. 951-989, 2007.

FERREIRA, M.A.S.P.V.; REIS, N.R.; SERRA, F.A.R.; COSTA, B.K. Understanding the footprint of the RBV in international business studies: The last twenty years of research. *Brazilian Business Review*, v. 11, n. 4, p. 53-83, 2014.

FIELDS, L. P.; FRASER, D. R.; SUBRAHMANYAM, Avanidhar. Board quality and the cost of debt capital: The case of bank loans. *Journal of Banking & Finance*, v. 36, n. 5, p. 1536-1547, 2012.

FIGUEIREDO FILHO, G. *A contribuição do conselho de administração, como instrumento da governança corporativa, na estratégia de uma empresa familiar de capital aberto* (Dissertação). Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais, 2011.

FILATOTCHEV, I.; JACKSON, G.; NAKAJIMA, C. Corporate governance and national institutions: A review and emerging research agenda. *Asia Pacific Journal of Management*, v. 30, n. 4, p. 965-986, 2013.

FLORENCIO, W.; BATISTA, F. F.; REIS, C. Q. Governança corporativa e desempenho das ações de empresas do setor comercial em ambiente de crise econômica. *Revista Catarinense da Ciência Contábil*, v. 19, e2977, p. 1-16, 2020.

FONSECA, C. V. C.; SILVEIRA, R. L. F. Governança corporativa e custo de capital de terceiros: evidências entre empresas brasileiras de capital aberto. *REAd. Revista Eletrônica de Administração*, v. 22, p. 106-133, 2016.

FRAGA, J. B.; SILVA, V. A. B. Diversidade no conselho de administração e desempenho da empresa: uma investigação empírica. *Brazilian Business Review*, v. 9, p. 58-80, 2012.

FREIRE, M. D. M.; MACHADO, M. R. R.; MACHADO, L. S.; SOUZA, E. S.; OLIVEIRA, J. J. Aderência às normas internacionais de contabilidade pelas empresas brasileiras. *Revista de Contabilidade e Organizações*, v.6, n. 15, p. 3-22, 2012.

FREIRE, M. M. A.; ALBUQUERQUE FILHO, A. R.; VASCONCELOS, A. C., FERNANDES, J. S. O Efeito Moderador da Internacionalização na Relação entre Governança Corporativa e Republicação das Demonstrações Financeiras. *Contabilidade Gestão e Governança*, v. 25, n. 1, p. 1-22, 2022.

FREIRE, M. M. A.; LIMA, J. E. N. C.; PONTE, V. M. R.; GUIMARÃES, D. B. Influência da Governança Corporativa e Ciclo de Vida na Política de Dividendos das Maiores Empresas da B3. *Revista de Administração, Contabilidade e Economia da Fundace*, v. 12, n. 3, 2021.

GANZ, A.; SCHLOTEFELDT, J. O.; RODRIGUES JUNIOR, M. M. Modelos de precificação de ativos financeiros e governança corporativa. *RAM. Revista de Administração Mackenzie*, v. 21, n. 2, 2020.

GARCIA, E. A. D. R.; SOUSA-FILHO, J. M. D.; BOAVENTURA, J. M. G. A influência do disclosure social na relação entre Performance Financeira Corporativa e Performance Social Corporativa. *Revista Contabilidade & Finanças*, v. 29, n. 77, p. 229-245, 2018.

GHOUMA, H.; BEN-NASR, H.; YAN, R. Corporate governance and cost of debt financing: Empirical evidence from Canada. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, v. 67, p.

138-148, 2018.

GOMPERS, P.; ISHII, J. M.; METRICK, A. Corporate governance and equity prices. *Quarterly Journal of Economics*, v. 118, n. 1, p. 107-155, 2003.

GONDRIGE, E. O.; CLEMENTE, A.; ESPEJO, M. M. S. B. Estrutura do conselho de administração e valor das companhias brasileiras. *BBR-Brazilian Business Review*, v. 9, n. 3, p. 72-95, 2012.

GONZALEZ, M.; MOLINA, C. A.; PABLO, E.; ROSSO, J. W. The effect of ownership concentration and composition on dividends: Evidence from Latin America. *Emerging Markets Review*, v. 30, p. 1-18, 2017.

GREENE, W. H. *Econometrics Analysis*. New Jersey: Prentice Hall, 2003.

GROSSMAN, B. S. J.; STIGLITZ, J. E. On the Impossibility of Informationally Efficient Markets. *The American Economic Review*, v. 70, n. 3, p. 393-408, 1980.

GROSSMAN, S. J.; HART, O. D. Corporate financial structure and managerial incentives. *The Economics of Information and Uncertainty*. University of Chicago Press, p. 107-140, 1982.

HAHN, A. V.; NOSSA, S. N.; TEIXEIRA, A. J. C.; NOSSA, V. Um estudo sobre a relação entre a concentração acionária e o nível de *payout* das empresas brasileiras negociadas na Bovespa. *Revista Contabilidade Vista & Revista*, v. 21, n. 3, p. 15-48, 2010.

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

HART, O. Corporate governance: some theory and implications. *The Economic Journal*, v. 105, n. 430, p. 678-689, 1995.

HEIDARY, M.; JALILIAN, O. Review of corporate governance and payment policies for approved companies on the Tehran Stock Exchange. *Pacific Science Review B: Humanities and Social Sciences*, v. 2, n. 2, p. 47-52, 2016.

HERMALIN, B. E.; WEISBACH, M. S. The effects of board composition and direct incentives on firm performance. *Financial Management*, v. 20, n. 4, p. 101-112, 1991.

HILL, R. C.; GRIFFITHS, W. E.; JUDGE, G. G. *Econometria*. Trad. Alfredo A. de Farias. São Paulo: Saraiva, 2012.

HOLLAND, C.H.; GREGORY, H.J.; GRAPSAS, R. Corporate Governance. *Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, 2018. Disponível em: <<https://gettingthedealthrough.com/area/8/jurisdiction/23/corporate-governance-united-states/>>. Acesso em: 20 de mar. de 2021.

HOLMSTROM, B. S. N.; KAPLAN, S. N. Corporate governance and merger activity in the United States: Making sense of the 1980s and 1990s,” *Journal of Economic Perspectives*, v. 15, p. 121-144, 2001.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA (IBGE). *Indicadores*.

Disponível em < <http://www.ibge.gov.br>>. Acesso em mai. 2022.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. *Origens da governança corporativa*, 2018. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/governanca/origens-da-governanca>>. Acesso em: 20 de mar. de 2022.

INSTITUTO BRASILEIRO GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). *Código das melhores práticas de governança corporativa*. 5.ed. São Paulo: IBGC, 2009. Disponível em <<https://conhecimento.ibgc.org.br/Paginas/Publicacao.aspx?PubId=21138>>. Acesso em jan. 2023.

JAVAID, A.; NAZIR, M. S.; FATIMA, K. Impact of corporate governance on capital structure: mediating role of cost of capital. *Journal of Economic and Administrative Sciences*, 2021.

JENSEN, M. C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, v. 76, n. 2, p. 323-329, 1986.

JENSEN, M. C. Self-interests, altruism, incentives, and agency theory. *Journal of Applied Corporate Finance*, v. 7, n. 2, p. 40-45, 1994.

JENSEN, M. C. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *The Journal of Finance*, v. 48, n. 3, p. 831-880, 1993.

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

JENSEN, M. Value maximisation, stakeholder theory, and the corporate objective function. *European Financial Management*, v. 7, n. 3, p. 297-317, 2001.

JIRAPORN, P.; KIM, J.; KIM, Y. S. Dividend payouts and corporate governance quality: An empirical investigation. *Financial Review*, v. 46, n. 2, p. 251-279, 2011.

JOHNSON, S.; BOONE, P.; BREACH, A.; FRIEDMAN, E. Corporate governance in the Asian financial crisis. *Journal of Financial Economics*, v. 58, n. 1-2, p. 141-186, 2000.

JONG, A.; KABIR, R.; NGUYEN, T. T. Capital structure around the world: The roles of firm-and country-specific determinants. *Journal of Banking & Finance*, v. 32, n. 9, p. 1954-1969, 2008.

JUNQUEIRA, L. R.; SOARES, C. H.; BRESSAN, A. A.; BERTUCCI, L. A. Impactos da adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa sobre a estrutura de capital das empresas brasileiras. *Revista de Administração da UFES*, v. 10, n. 3, p. 420-435, 2017.

KANG, J. K.; SHIVDASANI, A. Firm performance, corporate governance, and top executive turnover in Japan. *Journal of Financial Economics*, v. 38, n. 1, p. 29-58, 1995.

KARAMZADEH, M. S. Application and comparison of Altman and Ohlson models to predict bankruptcy of companies. *Research Journal of Applied Sciences, Engineering and Technology*, v. 5, n. 6, p. 2007-2011, 2013.

KASIMATI, E. Corporate governance and stock returns: evidence from Greece. *Journal of*

Interdisciplinary Mathematics, v. 10, n. 1, p. 149-158, 2007.

KHATIB, S. FA; NOUR, A. N. I. The impact of corporate governance on firm performance during the COVID-19 pandemic: Evidence from Malaysia. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, v. 8, n. 2, p. 0943-0952, 2021.

KHOA, B. T.; THAI, D. T. Capital structure and trade-off theory: Evidence from Vietnam. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, v. 8, n. 1, p. 45-52, 2021.

KHONGMALAI, O.; DISTANONT, A. Corporate governance model in Thai state-owned enterprises: structural equation modelling approach. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, v. 17, n. 4, p. 613-628, 2017.

KIMURA, H.; KAYO, E. K.; PERERA, L. C. J.; KERR, R. B. Estudo da influência da governança corporativa e do ambiente institucional dos países na lucratividade das empresas. *Revista Base (Administração e Contabilidade) da UNISINOS*, v. 9, n. 2, p. 101-115, 2012.

KITAGAWA, C. H.; RIBEIRO, M. D. S. Governança corporativa na América Latina: a relevância dos princípios da OCDE na integridade dos conselhos e autonomia dos conselheiros. *Revista Contabilidade & Finanças*, v. 20, n. 51, p. 61-76, 2009.

KLAPPER, L. F.; LOVE, I. Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. *Journal of Corporate Finance*, v. 10, n. 5, p. 703-728, 2004.

KREUZBERG, F.; VICENTE, E. F. R. Para onde estamos caminhando? Uma análise das pesquisas em governança corporativa. *Revista de Administração Contemporânea*, v. 23, p. 43-66, 2019.

KUMAR, J. Corporate Governance and Dividend Payout in India. *Journal of Emergin Market Finance*, v. 5, n. 1, p. 15-57, 2006.

KURONUMA, C. R.; BARCIELLA, R. P.; SILVA, F. L. Risco e retorno dos investimentos em empresas com práticas de sustentabilidade e de governança corporativa. *Revista Inovação, Projetos e Tecnologias*, v. 7, n. 1, p. 92-109, 2019.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Law and finance. *Journal of Political Economy*, v. 106, n. 6, p. 1113-1155, 1998.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. Corporate ownership around the world. *The Journal of Finance*, v. 54, n. 2, p. 471-517, 1999.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, v. 58, n. 1-2, p. 3-27, 2000a.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Agency problems and dividend policies around the world. *The Journal of Finance*, v. 55, n. 1, p. 1-33, 2000b.

LAMEIRA, V. J.; NESS JUNIOR W. L.; SOARES, T. D. L. V. A. M. Governança corporativa: impactos no valor das companhias abertas brasileiras. *Revista de Administração-RAUSP*, v. 42, n. 1, p. 64-73, 2007.

- LANG, M.; RAEDY, J. S.; YETMAN, M. How representative are firms that are cross-listed in the United States? An analysis of accounting quality. *Journal of Accounting Research*, v. 41, n.2, p. 363-386, 2006.
- LARCKER, D. F.; RICHARDSON, S. A.; TUNA, I. Corporate governance, accounting outcomes, and organizational performance. *The Accounting Review*, v. 82, n. 4, p. 963-1008, 2007.
- LARCKER, D. F.; RUSTICUS, T. O. On the use of instrumental variables in accounting research. *Journal of Accounting and Economics*, v. 49, n. 3, p. 186-205, 2010.
- LARSON, R.; FARBER, B. *Estatística Aplicada*. 6ª Ed., Pearson Education do Brasil, 2015.
- LEAL, R. P.C.; CARVALHAL-DA-SILVA, A. L.; VALADARES, S. M. Estrutura de controle das companhias brasileiras de capital aberto. *Revista de Administração Contemporânea*, v. 6, n. 1, p. 7-18, 2002.
- LEECH, D.; LEAHY, J. Ownership structure, control type classifications and the performance of large British companies. *The Economic Journal*, v. 101, n. 409, p. 1418-1437, 1991.
- LEITE FILHO, G. A. Padrões de Produtividade de Autores em Periódicos e Congressos na Área de Contabilidade no Brasil: um Estudo Bibliométrico. *Revista de Administração Contemporânea*, v. 12, n. 2, p. 533-554, 2020.
- LEITE, R. C.; CARVALHO, G. A.; RIBEIRO, J. E.; CORREIA, L. F. Fatores Determinantes da Estrutura de Capital das Empresas Brasileiras: Evidências do Setor de Utilidade Pública. *Navus-Revista de Gestão e Tecnologia*, v. 11, n. 1, p. 1-14, 2021.
- LEUZ, C. Cross listing, bonding and firm's reporting incentives: a discussion of Lang, Raedy and Wilson (2006). *Journal of Accounting and Economics*, vol. 42, n.1-2, p. 285-299, 2006.
- LEUZ, C.; NANDA, D.; WYSOCKI, P. D. Earnings management and investor protection: an international comparison. *Journal of Financial Economics*, v. 69, n. 3, p. 505-527, 2003.
- LI, K.; ZHAO, X. Asymmetric information and dividend policy. *Financial management*, v. 37, n. 4, p. 673-694, 2008.
- LIMA, S. H. O.; OLIVEIRA, F. D.; CABRAL, A. C. A.; SANTOS, S. M.; PESSOA, M. N. M. Governança corporativa e desempenho econômico: uma análise dos indicadores de desempenho entre os três níveis do mercado diferenciado da BM&FBovespa. *REGE-Revista de Gestão*, v. 22, n. 2, p. 187-204, 2015.
- LIN, T.; CHEN, Y.; TSAI, H. The relationship among information asymmetry, dividend policy and ownership structure. *Finance Research Letters*, v. 20, p. 1-12, 2017.
- LIPTON, M.; LORSCH, J. W. A modest proposal for improved corporate governance. *The Business Lawyer*, p. 59-77, 1992.
- LIU, B.; MCCONNELL, J. J. The role of the media in corporate governance: Do the media influence managers' capital allocation decisions?. *Journal of Financial Economics*, v. 110, n. 1, p. 1-17, 2013.

LOPES, A. B. IUDÍCIBUS, S. *Teoria Avançada da Contabilidade*. São Paulo: Editora Atlas, 2004.

LOPES, A. B.; WALKER, M. *Firm-level incentives and the informativeness of accounting reports: an experiment in Brazil*. Available at SSRN 1095781, 2008.

LOPES, F. I.; BEUREN, I. M.; VICENTE, R. E. F. A influência da governança corporativa no desempenho e na estrutura de capital das empresas listadas na Bovespa. *Revista Evidenciação Contábil & Finanças*, v. 9, n. 1, 2021.

LOTKA, A. J. The frequency distribution of scientific productivity. *Journal of the Washington Academy of Sciences*, v. 16, n. 12, p. 317-323, 1926.

LOURENÇO, I. M. E. C.; BRANCO, M. E. M. D. A. D. C. Principais consequências da adoção das IFRS: análise da literatura existente e sugestões para investigação futura. *Revista Contabilidade & Finanças*, v. 26, n. 68, p. 126-139, 2015.

LUZ, J. J. M.; CAMARGOS, M. A.; LIMA, J. O. Análise da relação entre disseminação voluntária de informações em sites corporativos e desempenho financeiro de empresas brasileiras. *REGE - Revista de Gestão*, v. 13, n. 4, p. 11-24, 2006.

MACHADO JÚNIOR, C.; PALMISANO, A.; MAZZALI, L.; CAMPANARIO, M. O conhecimento em Governança Corporativa. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, v. 12, n. 26, p. 99-118, 2015.

MACHADO JUNIOR, C.; SOUZA, M. T. S.; SANTOS, P. I. R.; PALMISANO, A. As leis da bibliometria em diferentes bases de dados científicos. *Revista de Ciências da Administração*, v. 18, n. 44, p. 111-123, 2016.

MACHADO, L. K. C.; PRADO, J. W.; RAUBER, L. L.; CARVALHO, E. G.; SANTOS, A. C. A influência da governança corporativa no desempenho financeiro, na oportunidade de crescimento e no valor de mercado das firmas: uma análise com modelagem de equações estruturais. *Enfoque: Reflexão Contábil*, v. 39, n. 2, p. 27-41, 2020.

MACHADO, M. R. R.; MACHADO, L. S.; SOUZA, E. S.; OLIVEIRA, J. J. de. Aderência às normas internacionais de contabilidade pelas empresas brasileiras. *Revista de Contabilidade e Organizações*, v. 6, n. 15, p. 3-22, 2012.

MAESTRI, C. O. N. M.; TAVARES, V. B.; PENEDO, A. S. T.; PEREIRA, V. S.; COELHO, R. R. A. Nível de governança corporativa prediz o desempenho financeiro da empresa? Evidências do mercado brasileiro por meio de redes neurais artificiais. *Revista Catarinense da Ciência Contábil*, v. 18, e2796, p.1-15, 2019.

MAI, M. U.; SYARIEF, M. E. Corporate Governance and Dividend Policy in the Banking Sector on the Indonesian Stock Exchange. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, v. 25, n. 1, p. 48-62, 2021.

MAMEDE, S. D. P. N.; NAKAMURA, W. T.; JARDIM, J. R. D. P. S.; JONES, G. D. C.; NAKAMURA, E. A. M. V. Does the capital concentration level influence the Brazilian companies' capital structure?. *Revista de Administração da UFMS*, v. 12, n. 4, p. 785-802, 2019.

- MANDE, V.; PARK, Y. K.; SON, M. Equity or debt financing: does good corporate governance matter?. *Corporate Governance: An International Review*, v. 20, n. 2, p. 195-211, 2012.
- MARKOWITZ, H. Portfolio selection. *The Journal of Finance*, v. 7, n. 1, p. 77-91, 1952.
- MARQUES, V. A.; ALVES, R. F. C.; AMARAL, H. F.; SOUZA, A. A. Relação entre níveis de Governança, política de dividendos, endividamento e valor das empresas brasileiras. *Revista Evidenciação Contábil & Finanças*, v. 3, n. 2, p. 4-26, 2015.
- MARTINS, A. I.; FAMÁ, R. O que revelam os estudos realizados no Brasil sobre política de dividendos?. *Revista de Administração de Empresas*, v. 52, p. 24-39, 2012.
- MAUG, E. Large Shareholders as Monitors: Is there a trade-off between liquidity and control? *The Journal of Finance*, v. 53, n. 1, p. 65-98, 1998.
- MAURY, C. B.; PAJUSTE, A. Controlling shareholders, agency problems, and dividend policy in Finland. *LTA*, v. 1, n. 2, p. 15-45, 2002.
- MCCONNELL, J. J.; QI, QIANRU. Just Talk? CEO Succession Plan Disclosure, Corporate Governance and Firm Value. *Corporate Governance and Firm Value*, 2016. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2871628>
- MENDONÇA, F. P.; MARTINS, H. C.; TERRA, P. R. S. Estrutura de Capital e Mecanismos de Governança Externos à Firma: Uma Análise Multipaís. *Revista de Administração Contemporânea*, v. 23, n. 6, p. 765-785, 2019.
- MICHAEL, N. B. Agency conflict and corporate dividend policy decisions in Nigeria. *Asian Economic and Financial Review*, v. 3, n. 8, p. 1110-1121, 2013.
- MILANI, B.; RIGHI, M. B.; CERETTA, P. S.; VEIGA DIAS, V. Práticas de Sustentabilidade, Governança Corporativa e Responsabilidade Social afetam o risco e o retorno dos investimentos?. *Revista de Administração da UFSM*, v. 5, n. spe, p. 667-682, 2012.
- MILLER, G. S. The Press as a Watchdog for Accounting Fraud. *Journal of Accounting Research*, v. 44, n. 5, p. 1001-1033, 2006.
- MILLER, M. H. Debt and taxes. *The Journal of Finance*, v. 32, n. 2, p. 261-275, 1977.
- MILLER, M. H.; MODIGLIANI, F. Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *The Journal of Business*, v. 34, n. 4, p. 411-433, 1961.
- MISANGYI, V. F.; ACHARYA, A. G. Substitutes or complements? A configurational examination of corporate governance mechanisms. *Academy of Management Journal*, v. 57, n. 6, p. 1681-1705, 2014.
- MITTON, T. Corporate governance and dividend policy in emerging markets. *Emerging Markets Review*, v. 5, n. 4, p. 409-426, 2004.
- MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *The American Economic Review*, v. 53, n. 3, p. 433-443, 1963.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, v. 48, n. 3, p. 261-297, 1958.

MOIZINHO, L. C. S.; BORSATO, R. B.; PEIXOTO, F. M.; PEREIRA, V. S. Governança corporativa e internacionalização: Uma análise dos efeitos nas empresas brasileiras. *Revista de Ciências da Administração*, v. 16, n. 40, p. 104-122, 2014.

MOMOT, T.; FILONYCH, O. Corporate Governance Intelligence: Stakeholder-Related Approach (Evidence from Ukraine). *Modern Perspectives in Economics, Business and Management* v.5, p. 14-22, 2021.

MORÁS, V. R.; KLANN, R. C. Influência da governança corporativa na escolha do tipo de gerenciamento de resultados. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, v. 17, n. 44, p. 105-122, 2020.

MORCK, R. K.; STEIER, L. *The global history of corporate governance: An introduction*. University of Chicago Press, 2005.

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

MOURA, G. D.; BEUREN, I. M. Conselho de administração das empresas de governança corporativa listadas na BM&FBovespa: análise à luz da entropia da informação da atuação independente. *Ciencias da Administração*, v. 13, n. 29, p. 11-37, 2011.

MUNDI, H.S. CEO social capital and capital structure complexity. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, v. 35, p. 1-11, 2022.

MYERS, S. C. Capital structure puzzle. *The Journal of Finance*, v. 39, n. 3, p. 574-592, 1984.

MYERS, S. C.; MAJLUF, N. S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, v. 13, n. 2, p. 187-221, 1984.

NASCIMENTO, A. M.; BIANCHI, M.; TERRA, P. R. S. A Controladoria como um mecanismo interno de GC: evidência de uma *survey* comparativa entre empresas de capital brasileiro e norte-americano. In: XXIX Encontro da Anpad, Salvador. *Anais do XXIX EnAnpad*, 2006.

NASCIMENTO, J. C. H. B.; ANGOTTI, M.; MACEDO, M. A. S.; BORTOLON, P. M. 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*, v.11, n. 1, p. 166-185, 2018

NASCIMENTO, S.; BEUREN, I. M. Redes sociais na produção científica dos programas de pós-graduação de ciências contábeis do Brasil. *Revista de Administração Contemporânea*, v. 15, n. 1, p. 47-66, 2011.

NAZAR, M. C. A. The influence of corporate governance on dividend decisions of listed Firms: Evidence from Sri Lanka. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, v. 8, n. 2, p. 289-295, 2021.

NEWKEY, W. K.; WEST, K. D. A Simple, Positive Semi-definite Heteroskedasticity and Autocorrelation Consistent Covariance Matrix. *Econometrica*, v. 55, p. 703–708, 1987.

NGUYEN, P. Corporate governance and risk-taking: Evidence from Japanese firms. *Pacific-Basin Finance Journal*, v. 19, n. 3, p. 278–297, 2011.

NGUYEN, T.; BAI, M.; HOU, Y.; VU, M. C. Corporate governance and dynamics capital structure: Evidence from Vietnam. *Global Finance Journal*, v. 48, n. 100554, 2021.

O'CONNOR, M.; RAFFERTY, M. Corporate governance and innovation. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, v. 47, n. 2, p. 397-413, 2012.

O'HARA, M. *Market Microstructure Theory*. Wiley, 1995.

OKOFO-DARTEY, E.; KWENDA, F. The Free Cash Flow Hypothesis and M & A Transactions by Acquirers from the Markets. *The Journal of Developing Areas*, v. 55, n. 2, 2021.

OWALA, A. *Corporate Governance and Stock Returns: Evidence from the S&P 500*. 2010. Master's Thesis in Accounting and Finance. University of Vaasa.

PANDA, B.; LEEPSA, N. M. Agency theory: Review of theory and evidence on problems and perspectives. *Indian Journal of Corporate Governance*, v. 10, n. 1, p. 74-95, 2017.

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*, p. 119-133, 2014.

PEIXOTO, F. M.; BUCCINI, A. R. A. Separação entre propriedade e controle e sua relação com desempenho e valor de empresas brasileiras: onde estamos?. *Revista de Contabilidade e Organizações*, v. 7, n. 18, p. 48-59, 2013.

PEREIRA, H.; TAVARES, F.; PACHECO, L.; CARVALHO, C. Determinantes da estrutura de capital das pequenas e médias empresas do vinho verde. *Revista Universo Contábil*, v. 11, n. 3, 110-131, 2015.

PEREIRA, M. V.; SOUZA, A. L. Paradoxos entre GC e Ocorrência de Práticas de Corrupção em Empresas Públicas: Uma Análise a Luz da Teoria da Agência. *Revista Formadores*, v. 10, n. 4, p. 5, 2017.

PEROBELLI, F. F. C.; FAMÁ, R. Fatores determinantes da estrutura de capital para empresas latino-americanas. *Revista de Administração Contemporânea*, v. 7, p. 9-35, 2003.

PINHEIRO, L. E. T.; NEVES, P. A.; SOUZA, R. M.; CASABIANCA, M. L. Conflito entre acionistas, governança corporativa e valor da empresa: uma análise em empresas brasileiras. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, v. 16, n. 41, p. 3-22, 2019.

PRAZERES, R. V.; SAMPAIO, Y. D. S. B.; LAGIOIA, U. C. T.; SANTOS, J. F.; MIRANDA, L. C. Fatores determinantes do endividamento: um estudo empírico no setor de telecomunicações brasileiro. *Contabilidade, Gestão e Governança*, v. 18, n. 2, 2015.

PUNI, A.; ANLESINYA, A. Corporate governance mechanisms and firm performance in a

developing country. *International Journal of Law and Management*, v. 62, n. 2, p. 147-169, 2020.

RABELO, S. S. T.; ROGERS, P.; RIBEIRO, K. C. S.; SECURATO, J. R. Análise comparativa de carteiras com práticas de governança corporativa inferiores e superiores. *REGE Revista de Gestão*, v. 14, n. spe, p. 1-16, 2007.

RAJAN, R. G.; ZINGALES, L. What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *The Journal of Finance*, v. 50, n. 5, p. 1421-1460, 1995.

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

RENDERS, A.; GAEREMYNCK, A. Corporate governance, principal-principal agency conflicts, and firm value in European listed companies. *Corporate Governance: An International Review*, v. 20, n. 2, p. 125-143, 2012.

RIBEIRO, F.; ATAMANCZUK, J. M.; GERIGK, W.; BISCAIA, F. L. Concentração de Propriedade, Governança Corporativa e Estrutura de Capital no Segmento de Energia Elétrica da B3. *Revista Evidenciação Contábil & Finanças*, v. 9, n. 2, 2021.

RIBEIRO, H. C. M. Corporate governance versus corporate governance: an international review: uma análise comparativa da produção acadêmica do tema governança corporativa. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, v. 11, n. 23, p. 95-116, 2014.

RIBEIRO, H. C. M.; COSTA, B. K.; FERREIRA, M. A. S. P. V.; SERRA, B. P. D. C. Produção científica sobre os temas governança corporativa e stakeholders em periódicos internacionais. *Contabilidade, Gestão e Governança*, v. 17, n. 1, 2014.

RIBEIRO, H. C. M.; SANTOS, M. C. Perfil e evolução da produção científica do tema governança corporativa nos periódicos qualis/capes nacionais: uma análise bibliométrica e de redes sociais. *Contabilidade, Gestão e Governança*, v. 18, n. 3, 2015.

RIBEIRO, J. E.; CORREIA, L. F. .; PAIVA, F. D. . Toxicidade dos Fluxos de Ordens sobre a Liquidez dos contratos futuros de DI e Dólar Comercial. *Contabilidade Vista & Revista*, v. 33, n. 3, p. 178-204, 2022.

RIBEIRO, J. E.; SOUZA, A. A. 20 Anos de Governança Corporativa no Brasil. In: XXII USP International Conference in Accounting, São Paulo. *Anais do XXII USP International Conference in Accounting*, 2022a.

RIBEIRO, J. E.; SOUZA, A. A. 20 Anos de Governança Corporativa no Brasil. *Revista de Administração Unimep*, v. 19, n. 13, p. 156-180, 2022.

RIBEIRO, J. E.; SOUZA, A. A. 30 Anos de Governança Corporativa no Brasil. In: XII Congresso de Administração e Contabilidade – AdCont 2021, Rio de Janeiro. *Anais do XII AdCont*, 2021.

RIBEIRO, J. E.; SOUZA, A. A. A Governança Corporativa afeta a Estrutura de Capital? Evidências das Empresas Listadas na Brasil Bolsa Balcão no Período 2010 – 2020. *Revista Universo Contábil*, v. 18, jul. 2023.

RIBEIRO, J. E.; SOUZA, A. A. Efeitos da Governança Corporativa sobre a Estrutura de Capital das Empresas Brasileiras. In: XXV Seminários em Administração – SemeAd 2022, São Paulo. *Anais do XXV SemeAd*, 2022c.

RIBEIRO, J. E.; SOUZA, A. A. Índice de Governança Corporativa e Desempenho Financeiro: Evidências no Mercado Acionário Brasileiro. In: XIII Congresso de Administração e Contabilidade – AdCont 2022, Rio de Janeiro. *Anais do XII AdCont*, 2022b.

RIBEIRO, J. E.; SOUZA, A. A.; MORAES, E. A. O risco de informação assimétrica sobre a liquidez dos contratos futuros de commodities agrícolas. *Revista Brasileira de Finanças*, v. 18, n. 2, p. 122-143, 2020.

RIBEIRO, M. A.; DIAS FILHO, J. M.; CARVALHO JÚNIOR, C. V.O.; ALMEIDA, C. S. L.; SANTOS, E. B. Um estudo sobre a associação entre práticas de Governança Corporativa e políticas de dividendos no Brasil. *Simpósio de Excelência em Gestão e Tecnologia - SEGeT*, v. 20, 2013.

ROCHA, G. A. P.; CONTANI, E. A.; RECO, T. L. S. Governança corporativa e desempenho das ações de empresas do setor de consumo e varejo. Contextus: *Revista Contemporânea de Economia e Gestão*, v. 15, n. 3, p. 230-252, 2017.

RODRIGUES, R. L. *Teoria de Agência, governança corporativa e política de dividendos: evidências nas empresas brasileiras de capital aberto*. 2015. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo.

ROGERS, P.; RIBEIRO, K. C. S.; SOUSA, A. F. Comparações múltiplas das carteiras de bolsa no Brasil: avaliação da performance do índice de governança corporativa. *REGE Revista de Gestão*, v. 12, n. 4, p. 55-72, 2005.

ROGERS, P.; SECURATO, J. R.; RIBEIRO, K. C. S. Governança corporativa, custo de capital e retorno do investimento no Brasil. *REGE Revista de Gestão*, v. 15, n. 1, p. 61-77, 2008.

SALSA, M. L. C. R. *A política de dividendos e o ciclo de vida das empresas*. 2009. Tese de Doutorado. Universidade de Algarve.

SAMPAIO, R. B. Q.; LIMA, B. C. C.; CABRAL, A. C. A.; PAULA, A. L. B.. A governança corporativa e o retorno das ações de empresas de controle familiar e de controle não familiar no Brasil. *REGE-Revista de Gestão*, v. 21, n. 2, p. 219-234, 2014.

SANTOS, R. F. C. *Perfil dos acionistas controladores das empresas brasileiras e suas implicações para a política de dividendos*. 2008. 118 f. Dissertação (Mestrado em Economia Aplicada) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2008.

SANTOS, T. A. *Um índice de governança corporativa para o mercado acionário brasileiro*. 2018. Tese de Doutorado. Universidade Federal de Minas Gerais.

SANTOSO, H.; WILLIM, A. P. The Influence of Asset Structure and Capital Structure on Firm Value With Asset Productivity and Operating Activities as Mediating Variables. *International Journal Paper Public Review*, v. 3, n. 1, p. 40-53, 2022.

- SARLO NETO, A. *Relação entre a estrutura de propriedade e a informatividade dos lucros contábeis no mercado brasileiro*. 2009. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo.
- SCOTT JR, J. H. A theory of optimal capital structure. *The Bell Journal of Economics*, p. 33-54, 1976.
- SEMPER, J. D. C.; BELTRÁN, J. M. T. Divulgación de información sobre riesgos: una propuesta para su medición. *Innovar*, v.19, n. 34, p. 121-134, 2009.
- SERRA, R. G.; MARTELANC, R.; TORRALVO, C. F.; SAVOIA, J. R. F. IGC x Ibovespa: the impact of the rally of stocks entering the IGC. *Revista de Administração-RAUSP*, v. 44, n. 3, p. 190-206, 2009.
- SHILBURY, David. A bibliometric study of citations to sport management and marketing journals. *Journal of Sport Management*, v. 25, n. 5, p. 423-444, 2011.
- SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.
- SHOROYE, B. Insider dealing and corporate governance: Understanding the legal position of directors. *Nnamdi Azikiwe University Journal of International Law and Jurisprudence*, v. 13, n. 1, p. 90-102, 2022.
- SILVA, A. A.; BASTOS, T. E. F.; RIBEIRO, K. C. S. Uma análise do impacto da governança corporativa na distribuição de dividendos das empresas brasileiras. *Revista Interdisciplinar Científica Aplicada*, v. 16, n. 4, p. 33-50, 2022.
- SILVA, E. M. S; VASCONCELOS, A. C.; PARENTE, P. H. N.; LUCA, M. M.M. Política de dividendos e reputação nas empresas mais responsáveis e com melhor governança corporativa. *Cuadernos de Contabilidad*, v. 18, n. 46, p. 147-163, 2017.
- SILVA, E. S.; PINTO, L. M.; MORAES, P. R. C. S.; LIMA, M. V. R. Relação dos Dividendos Distribuídos e Níveis de Governança Corporativa nas Empresas Brasileiras de Energia Elétrica. In: XV Congresso USP de Iniciação Científica em Contabilidade, São Paulo. *Anais do XV Congresso USP de Iniciação Científica em Contabilidade*, 2018.
- SILVA, E. S.; SANTOS, J. F.; ALMEIDA, M. A. Conselho de Administração: uma análise da influência nos níveis de endividamento. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, v. 13, n. 41, p. 440-453, 2011.
- SILVA, J. P.; BONFIM, M. P.; NORILLER, R. M.; BERNER, C. V. Mechanisms of corporate governance and performance: analysis of public companies listed in BM&FBOVESPA. *Race: Revista de Administração, Contabilidade e Economia*, v. 16, n. 3, p. 1161-1184, 2017.
- SILVA, R. L. M.; NARDI, P. C. C.; MARTINS, V. A.; BAROSSO FILHO, M. Os níveis de governança corporativa da BM&F BOVESPA aumentam a liquidez das ações?. *Revista Base (Administração e Contabilidade) da UNISINOS*, v. 13, n. 3, p. 248-263, 2016.
- SILVA, R. L. M.; NARDI, P. C. C.; PIMENTA JR, T. O impacto da migração das empresas para os níveis diferenciados de governança corporativa da BM&F BOVESPA sobre o risco e o retorno de suas ações. *Revista de Administração da UFSM*, v. 5, n. 2, p. 222-242, 2012.

SILVEIRA, A. D. M.; BARROS, L. A. B. C. Determinantes da qualidade da governança corporativa das companhias abertas brasileiras. *REAd: Revista Eletrônica de Administração*, v. 14, n. 3, p. 512-540, 2008.

SILVEIRA, A. D. M. D. Governança corporativa em empresas de controle familiar: Casos de destaque no Brasil. *IBCG, São Paulo*, 2006.

SILVEIRA, A. D. M. *Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil*. 2004. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo.

SILVEIRA, A. D. M. *Governança corporativa no Brasil e no mundo: teoria e prática*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.

SILVEIRA, A. D. M. *Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil*. 2002. 251p. Dissertação (Mestrado em Economia) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. São Paulo.

SILVEIRA, A. D. M.; BARROS, L. A. B. C. Determinantes da qualidade da governança corporativa das companhias abertas brasileiras. *REAd: Revista Eletrônica de Administração*, v. 14, n. 3 (set/dez), 2008.

SILVEIRA, A. D. M.; BARROS, L. A. B. C.; FAMÁ, R. Estrutura de governança e valor das companhias abertas brasileiras. *Revista de Administração de Empresas*, v. 43, p. 50-64, 2003.

SILVEIRA, A. D. M.; BARROS, L. A. B. D. C.; FAMÁ, R. Atributos corporativos, qualidade da governança corporativa e valor das companhias abertas no Brasil. *Brazilian Review of Finance*, v. 4, n. 1, p. 3-32, 2006.

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

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*, v. 12, n. 3, p. 763-788, 2008.

SIMÕES, J. J. F.; SOUZA, A. A. Panorama da Literatura sobre a Governança Corporativa: Uma Análise Bibliométrica das Bases Teóricas e Abordagens mais utilizadas em artigos. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, v. 10, n. 3, p. 62-82, 2020.

SONZA, I. B.; KLOECKNER, G. O. A governança corporativa influencia a eficiência das empresas brasileiras?. *Revista Contabilidade & Finanças*, v. 25, n. 65, p. 145-160, 2014.

SOSCHINSKI, C. K.; SCHLUP, D.; BOGONI, N. M.; CUNHA, P. R. Influência da governança corporativa na assimetria de informação: uma comparação entre empresas brasileiras e americanas. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, v. 17, n. 43, p. 149-163, 2020.

SOUZA, D. H. O.; PEIXOTO, F. M.; SANTOS, M. A. Efeitos da governança corporativa na distribuição de dividendos: um estudo em empresas brasileiras. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, v. 9, n. 1, p. 58-79, 2016.

- SOUZA, F. C.; BORBA, J. A. Governança corporativa e remuneração de executivos: uma revisão de artigos publicados no exterior. *Contabilidade Vista & Revista*, v. 18, n. 2, p. 35-48, 2007.
- SOUZA, F. C.; MURCIA, F. D.; MARCON, R. Bonding hypothesis: análise da relação entre disclosure, governança corporativa e internacionalização de companhias abertas no Brasil. *Contabilidade Gestão e Governança*, v. 14, n. 2, 2011.
- SOUZA, M. T. S.; RIBEIRO, H. C. M. Environmental sustainability: a meta-analysis of production in brazilian management journals. *Revista de Administração Contemporânea*, v. 17, n. 3, p. 368-396, 2013.
- SOUZA, P. V. S.; CARDOSO, R. L.; VIEIRA, S. S. C. Determinantes da remuneração dos executivos e sua relação com o desempenho financeiro das companhias. *REAd. Revista Eletrônica de Administração*, v. 23, n. SPE, p. 4-28, 2017.
- SOUZA, P. V. S.; CARDOSO, R. L.; VIEIRA, S. S. C. Determinantes da remuneração dos executivos e sua relação com o desempenho financeiro das companhias. *Revista Eletrônica de Administração*, v. 23, p. 4-28, 2017.
- STEIER, L.; MORCK, R. The global history of corporate governance: an introduction. *NBER Working Paper*, n. w11062, 2005.
- STULZ, R. M. Financial structure, corporate finance and economic growth. *International Review of Finance*, v. 1, n. 1, p. 11-38, 2000.
- STULZ, R. M. Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal of Financial Economics*, v. 26, n. 1, p. 3-27, 1990.
- SWAIN, K. R. Corporate governance and agency theory: An analysis of literature. *Manthan: Journal Of Commerce And Management*, v. 7, n. 2, p. 117-130, 2020.
- TANAKA, T. Gender diversity in the boards and the pricing of publicly traded corporate debt: evidence from Japan. *Applied Financial Economics*, v. 24, n. 4, p. 247-258, 2014.
- TANAKA, Takanori. Corporate governance and the cost of public debt financing: Evidence from Japan. *Journal of the Japanese and International Economies*, v. 34, p. 315-335, 2014.
- TANI, B. B.; ALBANEZ, T. Decisões de financiamento das companhias listadas nos diferentes segmentos de governança da BM&FBovespa segundo a teoria de pecking order. *Contabilidade, Gestão e Governança*, v. 19, n. 2, p. 317-334, 2016.
- TAVARES, V. B.; PENEDO, A. S. T. Desempenho empresarial e níveis de governança corporativa: um estudo longitudinal das empresas listadas na BM&FBovespa entre 2001 e 2015. *Revista de Auditoria Governança e Contabilidade (RAGC)*, v. 6, n. 23, 2018.
- TERRA, P. R. S.; LIMA, J. B. N. D. Governança corporativa e a reação do mercado de capitais à divulgação das informações contábeis. *Revista Contabilidade & Finanças*, v. 17, n. 42, p. 35-49, 2006.
- THOMPSON, R. M.; ALLEYNE, P.; CHARLES-SOVERALL, W. Exploring governance issues among boards of directors within state-owned enterprises in Barbados. *International*

Journal of Public Sector Management, v. 32, n. 3, p. 264-281, 2019.

THORPE, R.; HOLT, R.; MACPHERSON, A.; PITTAWAY, L. Using knowledge within small and medium-sized firms: A systematic review of the evidence. *International Journal of Management Reviews*, v. 7, n. 4, p. 257-281, 2005.

TITMAN, S.; WESSELS, R. The determinants of capital structure choice. *The Journal of Finance*, v. 43, n. 3, p. 1-19, 1988.

TRAMBACOS, F.; ALBANEZ, T.; DE CARVALHO, L. N. G. A Proposal of a Conceptual Framework for Corporate Governance Research. *Contabilidade Gestão e Governança*, v. 24, n. 3, p. 312-330, 2021.

UCHIYAMA, L. H. S. *Análise da Relevância do Segmento “Novo Mercado” no Desempenho das Ações do Setor de Energia Elétrica no Brasil*. 2022. Trabalho de Conclusão de Curso.

ULLAH, I.; MUBASHER, A.; GUL, S. The impact of corporate governance on dividend policy: A case from pharmaceuticals companies in Pakistan. *International Journal of Multidisciplinary Research and Explorer (IJMRE)*, v. 1, n. 9, p. 133-136, 2021.

VIANA JUNIOR, D. B. C.; MORAIS, C. R. F.; LUCA, M. M. M.; VASCONCELOS, A. C. Ownership concentration and corporate performance of Brazilian firms before and after initial public offerings. *Journal of Accounting, Management and Governance*, v. 23, n. 1, p. 19-37, 2020.

VICTOR, F. G.; CARPIO, G. B.; VENDRUSCOLO, M. I. Ciclo de vida das companhias abertas brasileiras como determinante de sua estrutura de capital. *Revista Universo Contábil*, v. 14, n. 1, p. 50-71, 2018.

VIEIRA, K. M.; VELASQUEZ, M. D. P.; LOSEKANN, V. L.; CERETTA, P. S. A influência da governança corporativa no desempenho e na estrutura de capital das empresas listadas na Bovespa. *Revista Universo Contábil*, v. 7, n. 1, p. 49-67, 2011.

VIEIRA, S. P.; MENDES, A. G. S. T. Governança corporativa: uma análise de sua evolução e impactos no mercado de capitais brasileiro. *Organizações em Contexto*, v. 2, n. 3, p. 48-67, 2006.

VILHENA, F. A. C.; CAMARGOS, M. A. Governança corporativa, criação de valor e desempenho econômico-financeiro: evidências do mercado brasileiro com dados em painel, 2005-2011. *REGE-Revista de Gestão*, v. 22, n. 1, p. 77-96, 2015.

VO, D.; PHAN, T. Corporate governance and firm performance: Empirical evidence from Vietnam. *Journal of Economic Development*, v. 7, n. 1, p. 62-78, 2013.

VOSS, P.; KULMS, M. Separating Ownership and Information. *American Economic Review*, v. 112, n. 9, p. 3039-62, 2022.

WEISBACH, D. A. An economic analysis of anti-tax-avoidance doctrines. *American Law and Economics Review*, v. 4, n. 1, p. 88-115, 2002.

WIERSEMA, M. F.; ZHANG, Y. CEO dismissal: The role of investment analysts. *Strategic Management Journal*, v. 32, n. 11, p. 1161-1182, 2011.

WILLIAMS, J. Perquisites, risk, and capital structure. *The Journal of Finance*, v. 42, n. 1, p. 29-48, 1987.

WILLIAMSON, O. E. *Markets and hierarchies*. New York: Free Press, 1975.

WINTOKI, M. B.; LINCK, J. S.; NETTER, J. M. Endogeneity and the dynamics of internal corporate governance. *Journal of Financial Economics*, v. 105, n. 3, p. 581-606, 2012.

WINTON, A. Costly state verification and multiple investors: the role of seniority. *The Review of Financial Studies*, v. 8, n. 1, p. 91-123, 1995.

WOOLDRIDGE, J. M. *Introdução à Econometria: Uma Abordagem Moderna*. Ed. Cenage Learning. 4ª Edição, 2010.

WU, C. On the moderating effects of country governance on the relationships between corporate governance and firm performance. *Journal of Risk and Financial Management*, v. 14, n. 3, p. 140, 2021.

YAFEH, Y.; YOSHA, O. Large shareholders and banks: Who monitors and how?. *The Economic Journal*, v. 113, n. 484, p. 128-146, 2003.

YARRAM, S. R. Corporate governance ratings and the dividend payout decisions of Australian corporate firms. *International Journal of Managerial Finance*, v. 11, n. 2, p. 162-178, 2015.

YERMACK, D. Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, v. 40, n. 2, p. 185-211, 1996.

ZAGONEL, T.; TERRA, P. R. S.; PASUCH, D. F. Taxation, corporate governance and dividend policy in Brazil. *RAUSP Management Journal*, v. 53, p. 304-323, 2018.

ZAID, M. A.; WANG, M.; ABUHIJLEH, S. T.; ISSA, A.; SALEH, M. W.; ALI, F. Corporate governance practices and capital structure decisions: the moderating effect of gender diversity. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 2020.

APENDICES

Apêndice A – Empresas Presentes na Amostra

N.º	Nome	Código	N.º	Nome	Código
1	Ambev S/A	ABEV3	60	JHSF Part	JHSF3
2	Brasilagro	AGRO3	61	Kepler Weber	KEPL3
3	Alpargatas	ALPA4	62	Klabin S/A	KLBN11
4	Alianscsonae	ALSO3	63	Lojas Americ	LAME4
5	Alupar	ALUP11	64	Locamerica	LCAM3
6	Lojas Marisa	AMAR3	65	Metal Leve	LEVE3
7	Anima	ANIM3	66	Light S/A	LIGT3
8	Alper S.A.	APER3	67	Le Lis Blanc	LLIS3
9	Arezzo Co	ARZZ3	68	Log In	LOGN3
10	BR Brokers	BBRK3	69	Lojas Renner	LREN3
11	Minerva	BEEF3	70	M.Dias Branco	MDIA3
12	Bradespar	BRAP4	71	Imc S/A	MEAL3
13	BRF SA	BRFS3	72	Magaz Luiza	MGLU3
14	Braskem	BRKM5	73	Mills	MILS3
15	BR Malls Par	BRML3	74	Marfrig	MRFG3
16	BR Propert	BRPR3	75	MRV	MRVE3
17	B2W Digital	BTOW3	76	Multiplan	MULT3
18	Csu Cardsyst	CARD3	77	Iochp Maxion	MYPK3
19	CCR SA	CCRO3	78	Natura	NTCO3
20	Cesp	CESP6	79	Odontoprev	ODPV3
21	Comgas	CGAS5	80	Ourofino S/A	OFSA3
22	Grazziotin	CGRA4	81	Petrobras	PETR4
23	Celesc	CLSC4	82	Profarma	PFRM3
24	Cemig	CMIG4	83	Marcopolo	POMO4
25	Coelce (Enel)	COCE5	84	Positivo Tec	POSI3
26	Cogna ON	COGN3	85	Petrorio	PRIO3
27	CPFL Energia	CPFE3	86	Portobello	PTBL3
28	Copel	CPLE6	87	RaiaDrogasil	RADL3
29	Cosan	CSAN3	88	Randon Part	RAPT4
30	Copasa	CSMG3	89	Localiza	RENT3
31	Sid Nacional	CSNA3	90	Inds Romi	ROMI3
32	Cvc Brasil	CVCB3	91	Rossi Resid	RSID3
33	Cyrela Realt	CYRE3	92	Sabesp	SBSP3
34	Direcional	DIRR3	93	Sao Carlos	SCAR3
35	Duratex (Dexco)	DTEX3	94	Ser Educa	SEER3
36	Ecorodovias	ECOR3	95	Springs	SGPS3

37	Engie Brasil	EGIE3	96	Time For Fun	SHOW3
38	Eletrobras	ELET3	97	Schulz	SHUL4
39	Embraer	EMBR3	98	Simpar	SIMH3
40	Enauta Part	ENAT3	99	SLC Agricola	SLCE3
41	Energias BR (EDP)	ENBR3	100	Saraiva Livr	SLED4
42	Eneva	ENEV3	101	Sao Martinho	SMT03
43	Equatorial	EQTL3	102	Sinqia	SQIA3
44	Eternit	ETER3	103	Taes	TAE11
45	Even	EVEN3	104	Tecnisa	TCSA3
46	Eztec	EZTC3	105	Technos	TECN3
47	Ferbasa	FESA4	106	Tegma	TGMA3
48	Fer Heringer	FHER3	107	Tim	TIMS3
49	Fleury	FLRY3	108	Triunfo Part	TPIS3
50	Gafisa	GFSA3	109	Tran Paulist	TRPL4
51	Gerdau	GGBR4	110	Unicasa	UCAS3
52	Gerdau Met	GOAU4	111	Ultrapar	UGPA3
53	Gol	GOLL4	112	Unipar	UNIP6
54	Grendene	GRND3	113	Usiminas	USIM5
55	Guararapes	GUAR3	114	Vale	VALE3
56	Helbor	HBOR3	115	Telef Brasil	VIVT3
57	Hypera	HYPE3	116	Valid	VLID3
58	Iguatemi (Jereissati)	IGTA3	117	Weg	WEGE3
59	JBS	JBSS3	118	Yduqs Part	YDUQ3