

Governança Corporativa, Conflito de Agência Principal-Principal e Valor da Firma em Empresas Brasileiras de Capital Aberto

Mariana C. Coelho Silva Castro - Mestre em Ciências Contábeis
Doutoranda em Controladoria e Contabilidade – Universidade Federal de Minas Gerais
maricoelho2000@yahoo.com.br

Niara Gonçalves da Cruz - Mestre em Ciências Contábeis
Doutoranda em Controladoria e Contabilidade – Universidade Federal de Minas Gerais
niaragc@hotmail.com

Laura Edith Taboada Pinheiro - Doutora em Contabilidade e Finanças
Professora Associada - Universidade Federal de Minas Gerais
ltaboada@face.ufmg.br

RESUMO

A discussão sobre governança corporativa parte da hipótese de que os mecanismos de governança influenciam o desempenho das empresas. Em essência, a questão básica nas pesquisas é saber se o valor de mercado das companhias é determinado por mecanismos internos ou externos de governança. A presente pesquisa teve como objetivo analisar se a adoção de melhores práticas de governança corporativa, bem como o conflito de interesse entre acionistas majoritários e minoritários, pode afetar o valor das empresas brasileiras de capital aberto. Para isso, foram analisadas 179 empresas brasileiras com ações negociadas na B3 no período de 2013 a 2017. Os dados foram obtidos no site da B3 e por meio do banco de dados Quantum Axis. Para a análise da relação entre governança corporativa, conflito de interesse principal-principal e valor da empresa, foram utilizadas as *proxies*: valor de mercado das ações, listagem em um dos níveis diferenciados de governança corporativa e valor de mercado das ações da empresa. Adicionalmente, foram utilizadas as seguintes variáveis de controle: tamanho da empresa; desempenho; endividamento; e recessão. Com base nos resultados, pode-se concluir que o valor da empresa pode ser influenciado positivamente pela listagem da empresa em níveis diferenciados de governança corporativa e pelo seu tamanho e, negativamente, pelo seu grau de alavancagem. Além disso, não foi evidenciada, para a amostra analisada, a influência da concentração acionária e do retorno sobre o total de ativos no valor de mercado das empresas. Já em relação à recessão econômica, pode-se observar que uma influência negativa no valor de mercado, nas empresas analisadas, permitindo inferir que essas instituições não são imunes a alterações do seu ambiente externo.

Palavras-Chave: Governança Corporativa. Conflito de Agência Principal-Principal. Valor da Empresa.

1. Introdução

A origem da governança corporativa está associada ao momento em que as organizações deixaram de ser geridas diretamente por seus proprietários e passaram à administração de terceiros, a quem foi delegada autoridade e poder para administrar os recursos pertencentes àqueles. Em muitos casos há divergência de interesses entre proprietários e administradores, o que, em decorrência de assimetria de informação, poder e autoridade, podem levar a um conflito de interesse entre eles, na medida em que ambos tentam maximizar seus próprios benefícios (TCU, 2014).

Jensen e Meckling (2008) definem uma relação de agência como um contrato sob o qual uma ou mais pessoas (o(s) principal (is)) emprega outra pessoa (agente) para executar em seu nome um serviço que implique a delegação de algum poder de decisão ao agente. Se

ambas as partes da relação forem maximizadoras de utilidade, há boas razões para acreditar que o agente nem sempre agirá de acordo com os interesses do principal.

A teoria da agência visa explicar as relações contratuais existentes entre o principal e agente, tendo em vista que ambos possuem seus próprios interesses, que nem sempre são convergentes. De um lado, tem-se o principal buscando a maximização da sua riqueza, do outro, o agente buscando maximizar a sua utilidade (ARAÚJO; SANTOS, 2016).

Um dos mecanismos utilizados para minimizar os conflitos de interesse é a Governança Corporativa. Silveira, Barros e Famá (2008) afirmam que a governança corporativa consiste em instrumentos para a redução dos custos decorrentes do problema de agência, minimizando a perda de valor de mercado proveniente de conflitos de interesse entre tomadores de decisão e investidores de uma empresa.

De acordo com Ali (2014) a maioria das pesquisas sobre governança corporativa tem como foco principalmente o conflito de agência entre gerentes e acionistas (conflito de agência tipo I). Contudo, estudos recentes mostram que a concentração de propriedade é predominante em economias como a França, e no caso da atual pesquisa o Brasil, onde o principal conflito de agência se dá, de fato, entre acionistas controladores e minoritários (conflito de agência tipo II chamado também conflito principal-principal). Renders e Gaeremynck (2012) afirmam que a maioria das pesquisas sobre governança corporativa considera governança como uma solução para conflitos de agência entre administração e acionistas. No entanto, essa visão não leva em conta outros tipos de conflitos que possam surgir.

Tradicionalmente, o mercado de capitais brasileiro possui uma estrutura de capital eminentemente concentrada, isto é, alta concentração de capital votante em poder de um número reduzido de acionistas, diferente do que ocorre nos países anglo-saxões, que possuem uma estrutura pulverizada (ARAÚJO; SANTOS, 2016).

Embora estruturas de propriedade concentradas possam mitigar o tradicional problema entre principal e agente, elas podem levar a conflitos entre acionistas majoritários e acionistas minoritários. Esses conflitos de agência chamados de principal-principal surgem quando o acionista majoritário abusa de seu controle de propriedade para colher benefícios (RENDERS; GAEREMYNCK, 2012).

No Brasil, existem leis e normativos que proíbem que os acionistas, controladores ou não, ajam em desacordo com o interesse social da companhia, conferindo proteção legal e visando coibir a prática de irregularidades, tais como o abuso de poder, supressão de direitos patrimoniais dos minoritários, distribuição desigual de dividendos, remuneração exacerbada aos administradores, subscrição de ações feita de modo preferencial, constituição indevida ou injustificada de reservas, dentre outras (NEVES, 2015).

Para Renders e Gaeremynck (2012) a introdução de boas práticas de governança corporativa visa reduzir os benefícios privados do controle de que gozam os acionistas majoritários, limitando a incidência de tutelamento, imobilização, transações com partes relacionadas e outras formas de desviar ativos da empresa ou fluxos de caixa de acionistas minoritários. Para as autoras, quando acionistas majoritários instalam voluntariamente boas práticas de governança, isso tende a limitar o consumo de benefícios privados o que, por sua vez, pode levar a um maior valor da empresa. De forma análoga, quanto mais severos os níveis de conflitos, maiores seriam os custos para implantar uma boa estrutura de governança, o que refletiria no valor da empresa, já que uma empresa sem um bom sistema de governança corporativa tende a ter seu valor de mercado diminuído.

A estrutura de propriedade se refere à estrutura societária da empresa, indicando o percentual de ações de um acionista em relação ao total de ações da organização. A concentração acionária consiste na centralização do poder nas mãos dos acionistas controladores, influenciando, assim, diversas decisões que ocorrem na administração das

empresas. Ou seja, a concentração acionária ocorre quando a posse das ações de uma empresa está sob o controle de um número pequeno de acionistas (ARAÚJO; SANTOS, 2016).

Silveira (2002) aponta que a alta concentração da propriedade e controle nas companhias, combinada com a baixa proteção legal dos acionistas, faz com que o principal conflito de agência no país se dê entre acionistas controladores e minoritários, e não entre acionistas e gestores. Para evitar que os conflitos tomem proporções maiores, prejudicando a empresa, surge a necessidade de um cenário de maior transparência na administração da companhia a fim de proporcionar o equilíbrio nas relações, conferindo mais segurança e proteção às partes (NEVES, 2015).

Contudo, a política de dividendos adotada por uma empresa pode nem sempre estar de acordo com os interesses dos acionistas minoritários. Estes possuem como direito principal o recebimento de dividendos, gerando assim um conflito de agência com os controladores das empresas, pois os acionistas controladores podem ter forte influência nas decisões das empresas, que vão de encontro aos interesses dos acionistas. Com isso, o poder exercido pelo controlador destas empresas irá determinar, ou pelo menos influenciar significativamente, a atitude da administração. Seria possível encontrar atitudes por parte da administração/controlador que não sejam maximizadoras da riqueza dos acionistas como um todo, mas sim maximizadoras dos interesses do controlador (HAHN et al., 2003).

Para Silveira (2002), o mercado de capitais possui um importante papel no desenvolvimento e crescimento das empresas, pois facilita a captação de recursos por meio da comercialização de ações, atraindo investidores, os quais aplicam seus recursos em troca de uma parcela do capital associada a alguns direitos como, por exemplo, o direito de voto, ou o direito de receber dividendos.

Para melhorar a sua credibilidade o mercado de capitais brasileiro, devido à falta de transparência das empresas e a forma como estas estavam tratando os acionistas minoritários a B3 criou níveis diferenciados de governança corporativa onde somente seriam aceitas empresas que apresentassem uma melhor transparência nos seus relatórios e melhor proteção aos acionistas minoritários (HAHN et al., 2003).

Empresas que adotam boas práticas de governança corporativa podem ser consideradas mais transparentes, estando dispostas, inclusive, a cumprir obrigações além das que estão descritas na legislação. Com o intuito de dar destaque a essas empresas, foram criados níveis diferenciados de governança pela B3, visando atender a diferentes perfis de empresas, proporcionando melhorias às organizações, atraindo novos investidores, além de reduzir o risco do investimento ao assegurar direitos e garantias aos acionistas e divulgação de informações mais completas. Isso gera vantagens aos acionistas, pois a empresa estará divulgando informações mais completas ao mercado, reduzindo o risco e consequentemente gerando mais confiança e melhor precificação de suas ações. Com isso, a listagem em um dos níveis de governança corporativa da B3 pode ser um importante critério a ser analisado em relação ao valor da empresa.

Dentre os vários requisitos exigidos para que uma empresa possa aderir a um dos níveis diferenciados de governança corporativa está a adoção de uma estrutura de capital pulverizada. Considerando os conflitos originários da alta concentração acionária, Abreu e Dias Filho (2013) arrazoam que o controle difuso da companhia resultaria em maior demanda por uma gestão eficiente dos negócios, fazendo com que a dispersão acionária fosse incluída dentre as diretrizes estabelecidas como “melhores práticas” de governança corporativa (ARAÚJO; SANTOS, 2016).

Toda a discussão sobre governança corporativa parte da hipótese de que os mecanismos de governança influenciam o desempenho das empresas. Em essência, a questão básica nas pesquisas é saber se o valor de mercado das companhias é determinado por mecanismos internos ou externos de governança. Entretanto, ainda não existe um arcabouço

teórico ou evidências empíricas conclusivas sobre como (e se) os mecanismos de governança influenciam o desempenho corporativo e sobre como esses mecanismos se relacionam (SILVEIRA; BARROS; FAMÁ, 2006).

Diante de todo o exposto surge a seguinte questão de pesquisa: Qual a relação entre governança corporativa, conflito de agência principal-principal e o valor da firma em empresas brasileiras de capital aberto?

O artigo tem como objetivo analisar se a adoção de melhores práticas de governança corporativa, bem como o conflito de interesse entre acionistas majoritários e minoritários, pode afetar o valor das empresas brasileiras listadas na B3.

A pesquisa se justifica por analisar o tema conflito de interesse principal-principal juntamente com a adoção de melhores práticas de governança corporativa. Para Neves (2015), sobretudo no que diz respeito aos conflitos de interesses dentro das sociedades anônimas, pesquisas empíricas e quantitativas ainda são esparsas na literatura, principalmente do Brasil.

Ao aplicar o arcabouço teórico de governança à empresas cujas ações são negociadas no Brasil, no qual o principal problema de agência se dá entre acionistas majoritários e minoritários, a discussão se expande e pode demonstrar empiricamente as consequências do conflito entre principal-principal e a eficácia da governança corporativa (RENDERS; GAEREMYNCK, 2012).

A pesquisa pretende contribuir para o aprofundamento do tema relacionado à concentração de propriedade e governança corporativa, tendo em vista que ambos podem ter impacto no valor e desempenho das empresas.

2. Referencial Teórico

2.1. Governança Corporativa

A discussão acerca da governança corporativa originou-se da separação entre a propriedade e a gestão nas empresas, gerando conflitos de interesse, conhecidos como conflito de agência ou conflito agente-principal.

O trabalho de Jensen e Meckling (1976) é, sob o ponto de vista da economia financeira, considerado seminal na linha de pesquisa em governança corporativa. Ele contribuiu para a definição do termo “governança corporativa”, que passou gradativamente a ser visto como um conjunto de mecanismos internos e externos, de incentivo e controle, que visam minimizar os custos decorrentes do conflito de agência (SIATO; SILVEIRA, 2008). De forma genérica, governança corporativa pode ser descrita como mecanismos ou princípios que governam o processo decisório dentro de uma empresa. É um conjunto de regras que visam minimizar os problemas de agência, um conjunto de mecanismos instituídos para fazer com que o controle atue de fato em benefício das partes com direitos legais sobre a empresa, minimizando o oportunismo (CARVALHO, 2002).

O debate sobre a governança corporativa ganhou notoriedade internacional a partir de 2001 devido aos colapsos de grandes corporações norte-americanas como a Enron e a WorldCom, que abalaram a economia mundial e causaram grande insegurança nos investidores. A partir disso, o governo americano aprovou a Lei Sarbannes-Oxley, com o propósito de reestabelecer a confiança da sociedade na governança corporativa das empresas, evitando a perda de investimentos, garantindo a criação de instrumentos de auditoria e controle confiáveis, para mitigar riscos, fraudes e assegurar mecanismos para identificá-los, além de mecanismos de transparência nas incorporações (BENEDICTO; RODRIGUES; ABBUD, 2008).

No Brasil, a partir dos anos 1990, com a falência de algumas companhias abertas e a liquidação pelo Banco Central de grandes bancos privados, vieram à tona importantes

esquemas de fraude nos registros contábeis (CARVALHO, 2002). Tais processos acarretaram uma crescente demanda na melhoria dos padrões de governança corporativa, fato que culminou na publicação do primeiro código sobre governança corporativa, elaborado pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) em 1999. O código, inicialmente, trouxe informações sobre o Conselho de Administração e sua conduta esperada. Em versões posteriores, os princípios básicos da boa governança foram detalhados e aprofundados.

Em 2002, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) lançou sua cartilha sobre governança, com foco no relacionamento entre administradores, conselheiros, acionistas controladores e minoritários e auditores independentes. Outra contribuição à aplicabilidade das práticas de governança partiu da B3, ao criar segmentos especiais de listagem destinados a empresas com padrões superiores de governança corporativa (BENEDICTO; RODRIGUES; ABBUD, 2008).

De acordo com a página da B3, os segmentos especiais de listagem – Bovespa Mais, Bovespa Mais Nível 2, Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1 – foram criados levando em conta que, para desenvolver o mercado de capitais brasileiro, era preciso ter segmentos adequados aos diferentes perfis de empresas. Todos os segmentos prezam por regras de governança corporativa diferenciadas. Essas regras vão além das obrigações que as companhias têm perante a Lei das Sociedades por Ações e têm como objetivo melhorar a avaliação daquelas que decidem aderir, voluntariamente, a um desses segmentos de listagem. Além disso, tais regras atraem os investidores. Ao assegurar direitos aos acionistas, bem como dispor sobre a divulgação de informações aos participantes do mercado, os regulamentos visam à mitigação do risco de assimetria informacional.

O senso comum sugere que empresas com uma estrutura de governança mais adequada às melhores práticas de governança corporativa devem ser mais bem avaliadas pelo mercado no preço de suas ações do que empresas com uma estrutura de governança menos adequada, *ceteris paribus*. Parece estar implícita, assim, a hipótese de que a estrutura de governança corporativa da empresa afeta seu valor de mercado (SILVEIRA; BARROS; FAMÁ, 2003).

2.2. Concentração Acionária

Estrutura de propriedade é a forma como a empresa está distribuída em relação aos seus proprietários sob um determinado ambiente legal, respondendo ao desequilíbrio do direito do fluxo de caixa e o direito de controle (direito a voto). É, inclusive, considerada como importante mecanismo de governança corporativa para intermediar o conflito de interesses na relação contratual (ARAÚJO; SANTOS, 2016).

De acordo com Procianny e Schnorrenberger (2002), as decisões relacionadas à estrutura de capital, ou seja, a forma como a empresa será financiada, está muito ligada às características dos gestores em relação ao risco. Nas empresas com controle acionário concentrado, a exemplo do Brasil, os gestores são mais avessos ao risco financeiro, o que justifica baixos níveis de endividamento e o fato de ser financiada, em sua grande maioria, por capital próprio.

A formação e o desenvolvimento das empresas brasileiras tiveram influência do Estado e das famílias, o que gerou uma grande concentração acionária na estrutura das empresas brasileiras. Mesmo após as privatizações que ocorreram a partir da década de 1980 ainda pode-se observar que o capital das empresas é pouco pulverizado. A concentração acionária pode vir a influenciar diversas decisões que ocorrem na administração das empresas, devido à centralização do poder nas mãos dos acionistas controladores (HAHN et al., 2003).

Para Silveira (2002), a política de dividendos pode ser uma das decisões tomadas pelas empresas; no entanto, existem interesses divergentes entre os acionistas controladores e os

investidores externos minoritários: os primeiros podem querer aplicar o lucro da empresa em investimentos, e os demais podem preferir receber dividendo. A alta concentração da propriedade e do controle das companhias, aliada à baixa proteção legal dos acionistas, faz com que o principal conflito de agência no país se dê entre acionistas controladores e minoritários e não entre acionistas e gestores, como nos países anglo-saxões com estrutura de propriedade pulverizada.

Nesse contexto, ao analisar a estrutura de propriedade, Demsetz e Lehn (1985) atribuem causas (instabilidade do mercado, tamanho da empresa e estrutura de capital) e consequências (custos e benefícios para o desempenho e valor das empresas) do grau de concentração acionário. Morck, Shleifer e Vishny (1988) afirmam que existe na relação do grau de concentração e o valor da firma, uma vantagem com a concentração acionária até certo nível, já que os interesses dos gestores se equiparariam aos interesses dos acionistas. Porém, ao passar desse ponto, podem ocorrer atitudes oportunistas dos gestores, dado a grande participação nos votos, ocasionando expropriação dos acionistas e reduzindo o valor de mercado da firma (ARAÚJO; SANTOS, 2016).

Para Neves (2015) os conflitos entre principais se manifestam em múltiplos níveis de análises. Considerando o país como um todo, os conflitos entre principais são capazes de afetar negativamente o desenvolvimento do mercado de capitais. Já considerando a perspectiva da empresa como um fim em si mesma, tais conflitos podem afetar diretamente sua performance e seu valor de mercado.

Ali (2014) afirma que em países *code low* (como a França e o Brasil) é oferecida pouca proteção ao investidor em comparação com países *common law*. Nesses casos, os mecanismos de governança corporativa desempenham um papel fundamental, podendo suplementar a fragilidade da regulamentação do país e proteger os investidores.

Dami, Rogers e Ribeiro (2007) ao discorrerem sobre o tema estrutura de propriedade elencam possíveis consequências que podem advir do grau de concentração acionário, que estão associadas aos custos e benefícios para o desempenho e valor das empresas. Como custos associados ao grau de concentração os autores citam que a existência de acionistas controladores pode ter efeito deletério para uma empresa devido à possibilidade de os interesses dos acionistas controladores não estarem alinhados com os interesses dos demais acionistas. Pode ocorrer um efeito entrincheiramento, quando o aumento da parcela de votos e de propriedade da empresa detida pelo controlador, faz com que o mesmo esteja menos dependente e sujeito às decisões do conselho de administração e ao mercado de fusões e aquisições, permitindo a expropriação de riqueza para o benefício privado, enquanto os custos seriam compartilhados entre todos os acionistas. Dado esse fato, a estrutura de propriedade apresenta-se como o principal e mais estudado mecanismo interno de governança corporativa no Brasil. As grandes transformações que ocorreram na economia nacional – abertura econômica e privatizações – implicaram em mudanças mais na identidade dos controladores do que no grau de concentração.

2.3. Governança Corporativa, Concentração Acionária e Valor da Empresa

Em relação ao valor de mercado da empresa, algumas considerações se fazem necessárias para entender como esta variável está relacionada e pode ser influenciada pela concentração acionária e pela governança corporativa (NEVES, 2015).

O Valor de Mercado de uma empresa é definido a partir das transações de compra e venda das ações da empresa no mercado. Dessa forma, quanto mais transparentes forem as informações sobre as transações e os planos da empresa, maior será a qualidade desse valor. O Valor de Mercado representa a essência da relação entre os investidores e a empresa (TAVARES FILHO, 2006).

Para La Porta et al. (2000), a maximização do valor de uma empresa se dá pelo seu bom desempenho e é mensurada através dos lucros obtidos ao final de um dado período, os quais são viabilizados por meio da captação de recursos, via comercialização de ações, títulos e outros direitos, que financiam as atividades empresariais.

A partir dessas definições, pode-se perceber a relação entre governança corporativa e rentabilidade, uma vez que fortes mecanismos de governança são capazes de melhorar o desempenho empresarial. Adicionalmente, boa governança significa pouca expropriação dos recursos da empresa pelos gestores ou acionistas controladores, contribuindo para uma melhor alocação desses mesmos recursos e, conseqüentemente, melhor desempenho da empresa (TAVARES FILHO, 2006).

Ainda de acordo com Tavares Filho (2006) o conjunto de mecanismos de governança corporativa tem como característica predominante a capacidade de reduzir custos de agência e custos de transações econômicas, contribuindo para a maximização da riqueza dos acionistas, uma vez que a adoção de boas práticas de governança corporativa contribui para o bom andamento e cumprimento dos diversos contratos que formam a organização. Quanto ao sistema de governança corporativa, Silveira (2002) afirma que empresas com estruturas de governança corporativa mais desenvolvidas tendem a obter melhores resultados e são melhores avaliadas pelo mercado em relação ao preço de suas ações, levando a conclusão de que a governança corporativa de uma empresa pode afetar o seu valor de mercado.

Conforme retratado anteriormente, o mercado acionário brasileiro é caracterizado pela concentração acionária. De acordo com Hahn et al. (2003) o mercado de capitais brasileiro, embora tenha tido um crescimento, ainda é considerado incipiente, principalmente quando comparado aos mercados nos países desenvolvidos. Os problemas que podem estar influenciando o funcionamento do mercado acionário no Brasil são devidos a diversos fatores, como: alta concentração acionária; presença de empresas familiares; diversas alterações nas leis; e falta de transparência das empresas para com os acionistas minoritários.

Silveira (2002) ressalta que a concentração de poder tem sido apontada como a principal causa de conflitos entre acionistas, o que pode impactar no valor da empresa. Em contrapartida, quanto maior a concentração acionária, maiores as chances de expropriação aos acionistas minoritários. A expropriação da riqueza repercute de várias formas no valor de mercado da empresa no sentido de reduzi-lo, tanto pela imagem negativa decorrente da expropriação aos minoritários, quanto pela destinação equivocada dos recursos, uma vez que o lucro da empresa, ao invés de estar sendo reinvestido em sua atividade, pode estar sendo desviado para aumentar a riqueza pessoal dos controladores (NEVES, 2015).

As dificuldades para promoção das mudanças nos padrões de governança por meio de reformas legislativas levaram alguns mercados a criarem mecanismos de adesão voluntária a melhores práticas de governança corporativa por parte das empresas, a exemplo do Neuer Markt Alemão e do Nuevo Mercado da Bolsa de Madri. No Brasil, a B3 desenvolveu e implantou, em dezembro de 2000, segmentos especiais do mercado de capitais, com o objetivo de proporcionar um ambiente de negociação para estimular o interesse dos investidores e a valorização das companhias, bem como atender aos anseios dos investidores por mais transparência de informações sobre os atos praticados pelos controladores das empresas (TAVARES FILHO, 2006).

Segundo Hahn et al. (2003), no mercado de capitais, as empresas conseguem obter financiamento para os projetos que elas querem desenvolver, porém, devido aos problemas de proteção aos direitos dos acionistas externos, o mercado não consegue atrair muitos investidores. Por isso, a B3 criou o Novo Mercado, no qual somente se negociam ações de empresas que apresentam mais clareza nos seus relatórios, boas práticas de governança e que protejam melhor os acionistas externos. Nesse contexto, as práticas de governança corporativa adotadas pelas empresas listadas no Novo Mercado devem ser em princípio, mais rígidas que

as previstas na legislação societária brasileira. O objetivo é o de ampliar os direitos dos acionistas e atribuir maior importância na melhoria da relação com os investidores, elevando o potencial de valorização dos ativos emitidos pela companhia no mercado.

3. Metodologia

3.1. Classificação da Pesquisa

Para alcançar o objetivo de analisar se a adoção de melhores práticas de governança corporativa, bem como o conflito de interesse entre acionistas majoritários e minoritários, pode afetar o valor das empresas brasileiras listadas na B3 foi realizada uma pesquisa descritiva, quanto aos fins; documental, quanto aos procedimentos e de abordagem quantitativa. De acordo com Andrade (2007), na pesquisa descritiva se observa, registra, analisa, classifica e interpreta os fatos sem a interferência do pesquisador, estudando os fenômenos sem manipulá-los. A pesquisa documental utiliza-se de dados secundários, como o presente estudo que utiliza informações extraídas das demonstrações contábeis (MARTINS; THEÓPHILO, 2009). Já a abordagem quantitativa, segundo Martins e Theóphilo (2009), faz uso de técnicas de coleta, tratamento e análise de dados notadamente quantitativas, com forte preocupação com a relação causal entre as variáveis e a validação da prova científica por meio dos testes estatísticos.

3.2. Amostra do Estudo

A amostra do estudo é constituída de empresas brasileiras, de diversos setores de atuação – excluídas as instituições financeiras. Foram utilizados dados secundários, de periodicidade anual, obtidos na base de dados Quantum Axis, que possui informações dos demonstrativos contábeis das empresas de capital aberto listadas na B3. O período de análise foi de 5 anos, compreendidos de 2013 a 2017. Os critérios de seleção da amostra foram: (i) estar ativa, listada na B3, com disponibilidade de dados na base consultada; (ii) não pertencer ao setor financeiro; e (iii) apresentar informações para todos os exercícios analisados. Atendidos os critérios anteriormente citados, obteve-se uma amostra composta por 179 empresas. Os dados relacionados ao segmento de listagem das empresas analisadas foram coletados do site da B3. Já as informações financeiras foram coletadas no banco de dados Quantum Axis. Os dados foram analisados por meio do programa Stata.

3.3. Abordagem Econométrica

Para a análise da relação entre a adoção de melhores práticas de governança corporativa, conflito de interesse entre acionistas majoritários e minoritários e o valor das empresas, empregou-se a abordagem econométrica de dados em painel. O tratamento de dados *cross-section* é composto por diferentes abordagens, dentre essas são verificadas: *Pooled*, Efeitos Fixos, Efeitos Aleatórios e Método dos Mínimos Quadrados Generalizados.

A adequabilidade de cada uma das abordagens, anteriormente citadas, é verificada por meio de testes estatísticos. O modelo *Pooled* é uma abordagem mais restritiva, comparativamente, às outras metodologias, uma vez que a utilização da mesma determina que pressupostos como: homocedasticidade, inexistência de multicolinearidade, ausência de autocorrelação, adequabilidade da forma funcional e normalidade dos resíduos sejam satisfeitos (GUJARATI; PORTER, 2011). Ainda segundo os autores, a utilização do *Pooled* se torna inapropriada caso seja verificada a presença de heterogeneidade não observada sendo,

portanto, necessária a utilização de metodologias mais robustas para o tratamento desse tipo dados. Sendo adequada a utilização de abordagens como Efeitos Fixos ou Efeitos Aleatórios.

Para a verificação de adequabilidade de uso das metodologias *Pooled*, Efeitos Fixos e Efeitos Aleatórios, a literatura evidencia testes estatísticos que permitem detectar a correta modelagem para a obtenção da estimação dos parâmetros do modelo proposto. O teste de Chow é um teste utilizado para verificar a adequabilidade do *Pooled* versus Efeitos Fixos. A hipótese nula do referido teste pressupõe a adequabilidade do *Pooled*. O teste LM de Breuch-Pagan fornece a metodologia mais adequada, para tratamento dos dados analisados, escolhida entre a abordagem *Pooled* e a metodologia de Efeitos Aleatórios. De forma análoga ao teste Chow, esse teste pressupõe, em sua hipótese nula, a adequação do *Pooled*. Por fim, a escolha entre as abordagens de Efeitos Fixos ou Efeitos Aleatórios é feita por meio do teste de Hausman que, em sua hipótese nula, assume a adequabilidade da abordagem de Efeitos Aleatórios (GREENE, 2002).

A utilização da metodologia dos Mínimos Quadrados Generalizados (GLS) se faz necessária quando, por meio dos testes anteriormente enunciados, não se consiga parâmetros adequados para estimar o modelo proposto. O Método dos Mínimos Quadrados Generalizados é utilizado ao se verificar problemas de autocorrelação e heterocedasticidade nos resíduos. A presença de autocorrelação e heterocedasticidade nos termos de erro do modelo proposto determina que os parâmetros do modelo sejam eficientes e não viesados (GREENE, 2002).

3.3.1. Descrição das Variáveis do Estudo

O Quadro 1 evidencia as variáveis utilizadas no presente estudo demonstrando, também, a relação esperada e a *proxy* utilizada para mensurar o valor das empresas e as demais variáveis estudadas.

Quadro 1 – Variáveis utilizadas no estudo

Variável Dependente		Proxy	Natureza	Fonte	Referência	
VE	Valor da Empresa	Valor de mercado das ações	Quantitativa	Quantum	Dami, Rogers e Ribeiro (2007); Neves (2015); Silveira et al. (2003 e 2006); Tavares Filho (2006).	
Variáveis Independentes		Proxy	Natureza	Fonte	Relação Esperada	Referência
NDG C	Nível Dif. de Governança Corporativa	Listagem em algum segmento	Quantitativa	B3	+	Carvalho (2003); Tavares Filho (2006); Araújo e Santos (2016)
CA	Concentração Acionária	% de ações ordinárias do maior acionista controlador	Quantitativa	Quantum	-	Silveira (2002); Hahn et al. (2003); Renders e Gaeremynck (2012); Ali (2014); Neves (2015); Araújo e Santos (2016)
Variáveis de Controle		Proxy	Natureza	Fonte	Relação Esperada	Referência
LNAT	Logaritmo do Ativo Total	-	Quantitativa	Quantum	+	Silveira (2002); Hahn et al. (2003); Ali (2014); Neves (2015)
ROA	Retorno sobre o Total de Ativos	-	Quantitativa	Quantum	+	Silveira (2002); Tavares Filho (2006); Connelly et al. (2017).
LEV	Alavancagem	-	Quantitativa	Quantum	+	Connelly et al. (2017); Ammann e Schmid(2011).
DR	Dummy Recessão	1 no período de recessão (2015 a 2017) e 0 caso contrário	Qualitativa	-	-	Fosu et al. (2016)

Fonte: Elaborado pelas autoras.

Como medida do valor da empresa foi utilizado o valor de mercado das ações. No mercado financeiro, os investidores estimam o valor da empresa de acordo com os retornos potenciais que eles esperam de seus ativos; assim, expectativas sobre o desempenho futuro de uma empresa são incorporados nos preços das ações. Se os mercados são eficientes, o valor da empresa é igual à soma de seus fluxos de caixa descontados (FAMÁ, 1970). O valor de mercado pode, portanto, ser visto como uma medida da performance futura da empresa (HALL, 2000).

Em relação à listagem em um nível diferenciado de governança corporativa, com base em estudos anteriores, como o de Carvalho (2003), levou-se em consideração que a adoção a níveis diferenciados de governança corporativa pode impactar positivamente a valoração das ações (existência de retornos anormais positivos), aumentando o volume de negociação e a liquidez e reduzindo a exposição da empresa a fatores macroeconômicos.

Foram utilizadas variáveis de controle selecionadas a fim de isolar sua influência sobre o relacionamento entre as variáveis de interesse do estudo. As variáveis de controle foram selecionadas com base na possível influência que exercem sobre a variável dependente de valor. Caso as variáveis de controle, que são variáveis independentes, possuam forte correlação com a variável dependente e sejam omitidas no modelo, a relação entre as variáveis de interesse pode não ser evidenciada de forma correta (SILVEIRA; BARROS; FAMÁ, 2003). Com isso, foram utilizadas as seguintes variáveis de controle: tamanho da empresa, medido por seu ativo total; desempenho, medido conforme o retorno sobre o total de ativos; endividamento, medido a partir da alavancagem da empresa; e, como forma de contribuição à pesquisa, o presente estudo pressupõe existir uma relação negativa entre o valor da empresa e a *dummy* de recessão.

O modelo proposto para análise dos dados da pesquisa é apresentado na equação dada a seguir:

$$VE = \beta_{0,t} + \beta_{1,t}NDGC + \beta_{2,t}CA + \beta_{3,t}LNAT + \beta_{4,t}ROA + \beta_{5,t}LEV + \beta_{6,t}DR + \varepsilon_{i,t}$$

Onde:

VE – valor da empresa;

NDGC – nível diferenciado de governança corporativa;

CA – concentração acionária;

LNAT – logaritmo do ativo total;

ROA – retorno sobre o total de ativos;

LEV – alavancagem;

DR – *dummy* de recessão que assume o valor 1 no período de recessão compreendido pelos anos de 2015 a 2017 e 0 fora dele; e

$\varepsilon_{i,t}$ – termo de erro do modelo proposto pela pesquisa.

4. Análise dos Resultados

A Tabela 1 apresenta as estatísticas descritivas das variáveis que compõem o estudo.

Tabela 1: Estatística descritiva das variáveis estudadas

	VAL	CA	NDGC	LNAT	LEV	ROA
Media	2,12E+09	0,533	0,698	14,894	0,323	0,046
Mediana	1668144	0,470	1,000	15,080	0,250	0,020
Mínimo	6704,77	0,050	0,000	9,330	-0,850	-15,840
Máximo	6,31E+11	43,020	1,000	20,620	11,040	76,910
Desvio-padrão	3,65E+10	1,446	0,459	1,875	0,677	2,656
CV	1721,70%	271,49%	65,76%	12,59%	209,17%	5739,12%

Fonte: Dados da pesquisa.

A análise da Tabela 1 permite verificar que as variáveis que integram o conjunto de dados da pesquisa, em relação ao seu valor de mercado, evidenciam valores discrepantes no que tange aos seus valores médio e mediano. A grande variabilidade dessa variável é percebida, também, por meio do valor do coeficiente de variação que apresenta acentuada dispersão em relação à média. Essa heterogeneidade da amostra, que integra o estudo, é percebida, também, em relação às demais variáveis que compõem o conjunto de dados, a exceção do logaritmo do total de ativos, a concentração acionária, o nível diferenciado de governança corporativa, a alavancagem e o retorno sobre o patrimônio líquido apresentam acentuada dispersão em relação aos seus valores médios.

Esse achado permite inferir que as instituições analisadas são heterogêneas devido ao fato de serem pertencentes a setores distintos e, também, por apresentarem portes diferentes, o que determina uma alta variabilidade não só em relação aos valores de mercado das mesmas, mas, também, em relação às variáveis utilizadas como métricas capazes de influenciá-las. A variável total de ativos foi logaritimizada para que os valores destoantes inerentes a essa variável não afetasse a estimação dos parâmetros do modelo econométrico proposto.

A Tabela 2 evidencia o modelo de Mínimos Quadrados Generalizados (GLS) ajustado para os dados do estudo.

Tabela 2: Modelo estimado pela abordagem GLS

Variável	CA	NDGC	LNAT	LEV	ROA	DR	Constante
Coefficiente	0,0089	0,5072	0,8093	0,1023	0,0115	-0,1836	2,0562
P - valor	0,4900	0.0000***	0.0000***	0.006**	0,3230	0.0000***	0.0000***

Chow $F = 14.74$ ***

Teste LM $\chi^2 = 653.68$ ***

Hausman $\chi^2 = -172.91$ ***

Wooldridge (Efeitos Fixos) $F = 52.773$ ***

Wald Modificado (Efeitos Fixos) $\chi^2 = 3.7e+05$ ***

Wald (GLS) $\chi^2 = 5445.01$ ***

Fonte: Dados da Pesquisa.

Notas: Teste de Chow: adequabilidade das abordagens *Pooled* versus Efeitos Fixos; teste LM: adequabilidade das abordagens *Pooled* versus Efeitos Aleatórios; teste de Hausman: adequabilidade das abordagens Efeitos Aleatórios versus Efeitos Fixos; teste de Wooldridge: existência de autocorrelação dos resíduos; teste de Wald Modificado: verificação de homocedasticidade dos resíduos; teste de Wald: significância do modelo GLS. As significâncias estatísticas dos testes são representadas através da seguinte simbologia: *10%; **5%; ***1%.

A observação da Tabela 2 permite verificar que o valor da empresa é influenciado de forma positiva e significativa pelas variáveis nível diferenciado de governança corporativa, logaritmo do ativo total e alavancagem. A influência positiva e significativa da variável nível diferenciado de governança corporativa corrobora com os achados de Carvalho (2003) que encontrou resultados que apontaram que a migração das empresas para o Novo Mercado tem

um efeito positivo sobre o valor de mercado dessas empresas. Da mesma forma, os estudos de Silveira (2002), Silveira, Barros e Famá (2003), Silveira, Barros e Famá (2006) e Ammann, Oesch e Schmid (2011) encontraram relação positiva e significativa entre variáveis de governança corporativa e valor de mercado das empresas.

Outro achado desse estudo vincula-se ao impacto positivo e significativo do ativo total das empresas brasileiras analisadas sobre o seu valor de mercado, sugerindo que quanto maior o total de ativos das empresas brasileiras maior tende a ser o valor de mercado dessas instituições. No mesmo sentido, Silveira (2002) encontrou uma forte relação entre a variável de valor da firma e o ativo total da empresa.

No que se refere à alavancagem, o seu impacto positivo sobre a *proxy* de valor de mercado evidencia sua capacidade fornecer benefícios fiscais, reduzindo o risco de falência das empresas e diminuindo adversidades em relação ao fluxos de caixas das empresas que compõem a amostra do estudo.

A presente pesquisa não evidenciou influência positiva e significativa das variáveis concentração acionária e retorno sobre o total de ativos sobre o valor de mercado das empresas brasileiras. Esse achado pode evidenciar particularidades em relação ao ambiente no qual essas empresas estão inseridas comparativamente a outras instituições localizadas em um cenário distinto.

A variável *dummy* de recessão, inserida no estudo, com forma de captar a forma como divergências macroeconômicas podem influenciar o valor de mercado das empresas analisadas, apresentou impacto significativo e negativo sobre a *proxy* de valor de mercado utilizada no estudo. Esse impacto negativo sobre o valor de mercado das empresas brasileiras permite inferir que essas instituições não são imunes a alterações macroeconômicas no seu ambiente externo.

Os resultados dessa pesquisa estão de acordo com os encontrados no estudo realizado por Renders e Gaeremynck (2012). As autoras observaram que, em sua amostra de empresas europeias, o conflito entre principal-principal, gerado principalmente pela concentração acionária tem um impacto negativo no valor da firma, enquanto que a adoção de boas práticas de governança corporativa levam as empresas a um valor de mercado mais alto. De forma oposta, as autoras observaram que na ausência de boas práticas de governança corporativa, o conflito principal-principal tem um impacto negativo no valor da empresa. Com relação às variáveis de controle, elas encontraram que o tamanho têm um efeito positivo no valor da empresa, enquanto que alavancagem têm um efeito negativo no valor da empresa (RENDERS; GAEREMYNCK, 2012).

5. Considerações Finais

Empresas que adotam boas práticas de governança corporativa podem ser consideradas mais transparentes, estando dispostas, inclusive, a cumprir obrigações além das que estão descritas na legislação. Isso gera vantagens aos acionistas, pois a empresa estará divulgando informações mais completas ao mercado, reduzindo o risco e conseqüentemente gerando mais confiança e melhor precificação de suas ações. Com isso, a listagem em um dos níveis de governança corporativa da B3 pode ser um importante critério a ser analisado em relação ao valor da empresa.

Toda a discussão sobre governança corporativa parte da hipótese de que os mecanismos de governança influenciam o desempenho das empresas. Em essência, a questão básica nas pesquisas é saber se o valor de mercado das companhias é determinado por mecanismos internos ou externos de governança.

A pesquisa teve como objetivo analisar se a adoção de melhores práticas de governança corporativa, bem como o conflito de interesse entre acionistas majoritários e minoritários, pode afetar o valor das empresas brasileiras listadas na B3.

Para atender ao objetivo foram analisadas 179 empresas brasileiras de capital aberto no período de 2013 a 2017. A base de dados foi obtida no site da B3 e por meio do banco de dados Quantum Axis.

Para a análise da relação entre a adoção de melhores práticas de governança corporativa, conflito de interesse principal-principal e o valor das empresas, empregou-se a abordagem econométrica de dados em painel. Como medida do valor da empresa foi utilizado o valor de mercado das ações. A análise da adoção de melhores práticas de governança se deu com a listagem em um nível diferenciado de governança corporativa. Foram utilizadas variáveis de controle com base na possível influência que poderiam exercer sobre a variável dependente de valor, sendo elas: tamanho; desempenho; endividamento; e, recessão.

Os resultados demonstraram a heterogeneidade da amostra, apresentando acentuada dispersão em relação aos seus valores médios, permitindo inferir que as instituições analisadas são heterogêneas possivelmente por pertencerem a setores distintos e, também, por apresentarem portes diferentes, o que determina uma alta variabilidade não só em relação aos valores de mercado das mesmas, mas, também, em relação às variáveis utilizadas como métricas capazes de influenciá-las.

Com base nos resultados da pesquisa, pode-se concluir que o valor da empresa pode ser influenciado positivamente pela listagem da empresa em níveis diferenciados de governança corporativa e pelo seu tamanho e, negativamente, pelo seu grau de alavancagem.

Não foram evidenciados, para a amostra analisada, a influência da concentração acionária e do retorno sobre o total de ativos no valor de mercado das empresas.

Já em relação à recessão, inserida no estudo como forma de captar a reação das empresas ao cenário macroeconômico, pode-se observar que o mesmo pode influenciar o valor de mercado, nas empresas analisadas, permitindo inferir que essas instituições não são imunes a alterações em seu ambiente externo.

Como limitação da pesquisa pode-se citar a escolha das *proxies* das variáveis analisadas. Poderia ter-se utilizado outras métricas na pesquisa, ou, como em pesquisas anteriores, utilizadas várias *proxies* aglomeradas em um fator. Com isso, poderia ter-se obtido resultados distintos. Como sugestão para pesquisas futuras, sugere-se a ampliação da amostra e também do período estudado. Sugere-se também uma comparação com as mesmas variáveis em empresas nacionais e estrangeiras e a adição de novas variáveis que possam influenciar no resultado das empresas.

Referências

- ABREU, Emmanuel Sousa; DIAS FILHO, José Maria. Segmentos especiais da BM&FBOVESPA e dispersão acionária: Boa governança corporativa ou isomorfismo institucional? **Revista de Negócios**, v. 18, n. 2, p. 62-80, 2013.
- ALI, Chiraz Ben. Corporate governance, principal-principal agency conflicts, and disclosure. **Journal of Applied Business Research**, v. 30, n. 2, p. 419, 2014.
- AMMANN, Manuel; OESCH, David; SCHMID, Markus M. **Corporate governance and firm value: International evidence**. *Journal of Empirical Finance*, v. 18, n. 1, p. 36-55, 2011.
- ANDRADE, Maria Margarida. **Introdução à metodologia do trabalho científico**. 8. ed. São Paulo: Atlas, 2007.
- ARAÚJO, Risolene Alves Macena; SANTOS, Livia Maria Silva. Determinantes do Grau de Concentração Acionária no Brasil: Um Estudo com as Empresas Listadas no Nível

- Tradicional da BM&FBOVESPA. In: **Anais do Congresso Brasileiro de Custos-ABC**. 2016.
- BENEDICTO, Samuel Carvalho; RODRIGUES, A. C.; ABBUD, Emerson Luiz. Governança corporativa: uma análise da sua aplicabilidade no setor público. **Encontro Nacional de Engenharia de Produção**, v. 28, 2008.
- CARVALHO, Antônio Gledson. Efeitos da migração para os níveis de governança da Bovespa. **Prepared to the São Paulo Stock Exchange Market**, 2003.
- CARVALHO, Antônio Gledson. Governança corporativa no Brasil em perspectiva. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, v. 37, n. 3, 2002.
- CONNELLY, J. Thomas et al. **A tale of two cities: Economic development, corporate governance and firm value in Vietnam**. *Research in International Business and Finance*, v. 42, p. 102-123, 2017.
- DAMI, Anamélia Borges Tannus; ROGERS, Pablo; RIBEIRO, Kárem Cristina de Sousa. Estrutura de propriedade no Brasil: evidências empíricas no grau de concentração acionária. **Contextus–Revista Contemporânea de Economia e Gestão**, v. 5, n. 2, 2007.
- DEMSETZ, Harold; LEHN, Kenneth. The structure of corporate ownership: Causes and consequences. **Journal of political economy**, v. 93, n. 6, p. 1155-1177, 1985.
- FAMA, Eugene F. Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. **The Journal of Finance**, v. 25, n. 2, p. 383-417, 1970.
- FAMÁ, Rubens; BARROS, L. A. B. C. Q de Tobin e seu uso em finanças: aspectos metodológicos e conceituais. **Caderno de Pesquisas em Administração**, v. 7, n. 4, p. 27-43, 2000.
- FOSU, Samuel et al. **Information asymmetry, leverage and firm value: Do crisis and growth matter?**. *International Review of Financial Analysis*, v. 46, p. 140-150, 2016.
- GREENE, William H. **Econometric analysis**. 5. ed. Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall, 2002.
- GUJARATI, Damodar N.; PORTER, Dawn C. **Econometria Básica-5**. Amgh Editora, 2011.
- Hahn, A. V.; Nossa, S. N.; Teixeira, A. J.; Nossa, V. Um estudo sobre a relação entre a concentração acionária e o nível de payout das empresas brasileiras negociadas na Bovespa. **Contabilidade Vista & Revista**, v. 21, n. 3, p. 15-48, 2010.
- HALL, Bronwyn H. **Innovation and market value**. National bureau of economic research, 1999.
- JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Teoria da firma: comportamento dos administradores, custos de agência e estrutura de propriedade. **Revista de Administração de Empresas**, v. 48, n. 2, p. 87-125, 2008.
- JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of financial economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.
- La Porta et al. Tunneling. **American economic review**, v. 90, n. 2, p. 22-27, 2000.
- MARTINS, G. D. A.; THEÓPHILO, Carlos Renato. Metodologia da investigação científica. **São Paulo: Atlas**, 2009.
- MORCK, Randall; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. Management ownership and market valuation: An empirical analysis. **Journal of financial economics**, v. 20, p. 293-315, 1988.
- Nenes, Patrícia Antonacci. Conflito entre acionistas, concentração acionária, governança corporativa e valor da empresa um estudo nas companhias abertas brasileiras. 2015. Dissertação de Mestrado, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, MG, Brasil. 2015.

- PROCIANOY, J. L.; SCHNORRENBURGER, A. A estrutura de governance e as decisões de estrutura de capital: o caso das companhias brasileiras. **XXXVII Assembléia do Conselho Latino-Americano das Escolas de Administração (CLADEA)**, 2002.
- RENDERS, Annelies; GAEREMYNCK, Ann. 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.
- SAITO, Richard; SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. Governança corporativa: custos de agência e estrutura de propriedade. **Revista de Administração de Empresas**, v. 48, n. 2, p. 79-86, 2008.
- SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil**. 2002. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo.
- SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da; BARROS, Lucas Ayres B. de C.; FAMÁ, Rubens. Estrutura de governança e valor das companhias abertas brasileiras. **Revista de Administração de Empresas**, v. 43, n. 3, p. 50-64, 2003.
- SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da; BARROS, Lucas Ayres B. de C.; FAMÁ, Rubens. Atributos Corporativos, Qualidade da Governança Corporativa e Valor das Companhias Abertas no Brasil. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 4, n. 1, 2006.
- SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da; BARROS, Lucas Ayres B. de C.; FAMÁ, Rubens. Atributos corporativos e concentração acionária no Brasil. **Revista de Administração de Empresas**, v. 48, n. 2, p. 51-66, 2008.
- TAVARES FILHO, Francisco. **Rentabilidade e valor das companhias no Brasil: uma análise comparativa das empresas que aderiram aos níveis de governança corporativa da Bovespa**. 2006. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo.
- TCU – Tribunal de Contas da União. **Governança Pública: referencial básico de governança aplicável a órgãos e entidades da administração pública e ações indutoras de melhoria**. Brasília: TCU, Secretaria de Planejamento, Governança e Gestão. Brasília, DF, 2014.
- WOOLDRIDGE, Jeffrey M. **Introductory econometrics: A modern approach**. Nelson Education, 2015.