

QUALIDADE DA GOVERNANÇA CORPORATIVA DAS EMPRESAS NO MERCADO BRASILEIRO DE CAPITAIS

QUALITY CORPORATE GOVERNANCE OF THE COMPANIES IN THE BRAZILIAN CAPITAL MARKET

THAMIRYS DE SOUSA CORREIA

Mestranda em Ciências Contábeis pela Universidade Federal da Paraíba (UFPB). E-mail: thamirys_correia@hotmail.com

MARIA NATALICE FRANCELINO DA SILVA

Graduanda em Ciências Contábeis pela Universidade Federal da Paraíba. E-mail: natalicefrancy@hotmail.com

ORLEANS SILVA MARTINS

Doutor em Ciências Contábeis pela UnB/UFPB/UFRN. Professor do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da UFPB. E-mail: orleansmartins@yahoo.com.br

Endereço: Cidade Universitária, Campus I, João Pessoa – PB - CEP 58.059-900.

Recebido em: 19.12.2015. Revisado por pares em: 05.12.2016. Aceito em: 20.12.2016. Avaliado pelo sistema *double blind review*.

Resumo: Este artigo tem o objetivo de estimar um índice de qualidade da governança corporativa para as empresas que negociaram suas ações na BM&FBOVESPA e relacioná-lo aos diferentes níveis de Governança Corporativa nos quais elas estiveram listadas no período de 2010 a 2013. Para isso, é realizada uma revisão de literatura que aborda as principais dimensões da governança corporativa. Ademais, a partir dos formulários de referência das empresas listadas na BM&FBOVESPA no período de 2010 a 2013, foram coletados os dados relativos a sete dimensões de governança, sendo: conselho de administração, estrutura de propriedade, incentivos aos administradores, *disclosure*, relação com investidores, comitê de auditoria e assimetria de informação. Também, pela Análise de Componentes Principais (ACP), foi construído um Índice de Qualidade da Governança Corporativa (IQGC), tendo sua composição analisada com o auxílio de análises de correlação e de testes de diferença de médias. Nos resultados, pode-se observar que o IQGC médio das empresas foi de 0,631, sendo verificada uma diferença estatisticamente significativa do IQGC entre as empresas listadas nos segmentos diferenciados de governança e o segmento tradicional. Quanto às peculiaridades das dimensões, destacam-se a entrega do relatório no prazo, o *free float*, o uso dos serviços de auditoria das “*big four*” e a independência do conselho de administração. Como principais contribuições do estudo, destacam-se a construção de um Índice de Governança Corporativa (IGC) mais robusto, com a mensuração de sete dimensões significativamente correlacionadas entre si, além da ratificação da importância dos segmentos diferenciados da BM&FBOVESPA.

Palavras-chave: Índice de governança corporativa. Dimensão de governança corporativa. Gestão.

Abstract: *This study aims to estimate an index of quality of corporate governance for companies which traded shares on BM&FBOVESPA and relate it to different levels of Corporate Governance in which they were listed in the period of 2010 to 2013. For this, it was performed a literature review that addressed the main dimensions of Corporate Governance. Also, from the Reference Forms of the companies listed on BM&FBOVESPA, through the years 2010 to 2013, data on seven dimensions of governance were collected, about: board of directors, ownership structure, incentives to directors, disclosure, investor relations, audit committee and information asymmetry. As well as, through the Principal Component Analysis (PCA) a Quality Index of Corporate Governance (QICG) was built, and their composition was analysed with the help of correlation analysis and test for difference of means. In its results, the average QICG of the companies was 0.631, being verified a significant statistically difference for the QICG between the companies listed on different segments of governance and of the Traditional segment. As for the peculiarities of the dimensions, the report on-time delivery, the free float, the use of audit services of the big four and the independence of the Board of Directors stood out. The main contributions of the study include the construction of a more robust index of corporate governance, with the measurement of seven dimensions significantly correlated, as well as ratification of the importance of the different segments of BM&FBOVESPA.*

Keywords: *Corporate governance index. Dimension of corporate governance. Management.*

1 INTRODUÇÃO

Moreiras (2010) argumenta que a informação tem um papel fundamental no que tange a harmonia entre as partes constituintes do mercado de capitais, além de todas as esferas sociais, na medida em que é a base para o conhecimento sobre uma empresa. Embora cada pessoa possa interpretá-la de maneira diferenciada, o seu acesso é imprescindível para garantir o funcionamento e a perpetuação dos mercados dos quais os indivíduos fazem parte. Nesse aspecto, é observada a importância da Hipótese dos Mercados Eficientes (HME), em que os preços dos títulos passam a refletir totalmente as informações disponíveis (FAMA, 1973).

Todavia, Jensen e Meckling (1976) abordam o surgimento dos conflitos de interesses entre os participantes de uma firma a partir da separação entre sua propriedade e sua gestão. Em mercados emergentes, como no Brasil, esses conflitos de interesses, ou de agência, podem ocorrer entre administradores proprietários e acionistas externos, o que é ratificado por Coutinho, Amaral e Bertucci (2006) ao observarem que tais conflitos influenciam de maneira direta as decisões de investimento e financiamento da organização, bem como os aspectos centrais de uma gestão. Além disso, podem ocorrer conflitos em que um controlador (ou bloco controlador) detenha a maior parte das ações ordinárias (ON) e se utilize de informações privadas em benefício próprio (BALASSIANO, 2012).

Nesse sentido, La Porta *et al.* (2000) destacam a instituição de normas específicas para auxiliar a solução desses conflitos de interesses. Para esses autores, a legislação pode proporcionar aos investidores poderes para proteger seus investimentos contra a expropriação de executivos e controladores. Para isso, a minimização dos prejuízos ocasionados por esses conflitos depende também da presença de um conjunto de mecanismos internos e externos que procurem enfatizar um relacionamento justo entre credores, acionistas minoritários, acionistas controladores e gestores, com intuito de maximizar o valor da empresa e seu retorno aos acionistas. A esse conjunto de mecanismos de incentivo e controle se dá o nome de governança corporativa, a qual surge como um conjunto de práticas que visa, entre outros, minimizar esses problemas de informação, tendo em vista, ainda, que o mercado exige maior disponibilização de informações, de forma mais transparente, tempestiva e imparcial (TERRA; LIMA, 2006; SILVEIRA; BARROS, 2008; SOARES; PAULILLO, 2008).

Isso é ratificado por Oliveira Neto, Medeiros e Queiroz (2012), ao observarem que firmas com níveis de governança mais elevados possuem regras mais objetivas e decisões transparentes, oferecendo estruturas de proteção aos fornecedores de capital à medida que criam normas com maior credibilidade. E ainda, quanto mais eficientes são as organizações que garantem o cumprimento dos contratos, menos necessária será a construção de reputação por parte das empresas, pois a adesão a determinado tipo de relação contratual com os fornecedores de capital poderá ser suficiente para que as promessas da gestão sejam aceitas como adequadas e, em caso de desvio, serão facilmente impostas pela legislação. Já em países que tenham um fraco modelo de governança, a construção de reputação pela empresa se torna imprescindível.

Dessa forma, Silveira, Barros e Famá (2006) e Silveira e Barros (2008) afirmam que muitas pesquisas têm sido desenvolvidas sobre a governança corporativa e, por sua vez, destacamos mecanismos de governança, como a estrutura de capital, a política de remuneração, entre outros, levando em consideração as variáveis de desempenho corporativo, como os indicadores de rentabilidade. Esses autores relatam que a governança atua como uma variável explicativa e a variável de desempenho como variável dependente, assumindo que diversos são os estudos que tratam os mecanismos de governança como variáveis exógenas, não sendo determinadas por outros mecanismos de governança ou demais peculiaridades da organização.

Correia (2008) também aponta alguns dos mecanismos de governança corporativa mais analisados em relação ao desempenho das organizações, buscando alinhar os interesses dos agentes envolvidos e reduzir os conflitos entre eles, como o conselho de administração e a estrutura de propriedade e controle da firma. Nesse sentido, aborda-se que as empresas se valem de um ou mais atributos de governança, e que não possuem necessariamente a mesma importância em todos os países. Isto é, uma dimensão de governança que é importante para o contexto de certo país pode não ser para outro. Em paralelo a isso, Klapper e Love (2002) e Vieira e Mendes (2006) afirmam que melhores práticas de governança são fortemente relacionadas à melhor performance e à melhor avaliação de mercado, evidenciando que o nível de governança é fortemente relacionado às variáveis relativas à diminuição de problemas de agência, que dizem respeito à assimetria de informação.

Na literatura internacional, alguns estudos têm buscado mensurar as práticas de governança que indicam melhor gestão nas companhias, tais como Bebchuk e Weisbach (2010) e Claessens e Yurtoglu (2013), enquanto, no Brasil,

destacam-se os estudos de Silveira e Barros (2008), Correia, Amaral e Louvet (2011) e Cunha e Politelo (2013), que também evidenciaram a busca pela mensuração das principais práticas de governança.

Ainda, Vieira e Mendes (2006) destacam que em 2001 a Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuro de São Paulo (BM&FBOVESPA) criou segmentos de governança corporativa para listar as empresas que se comprometiam com a adoção de práticas de governança. Nesse aspecto, Silveira e Barros (2008) enfatizam que os mecanismos de governança corporativa influenciam a qualidade da governança. Dessa forma, para mensurar a qualidade da governança das organizações, tais autores calcularam um escore ou índice para cada dimensão da governança.

Todavia, estudos que relacionem a governança, mensuradas por meio de índices e os segmentos diferenciados da BM&FBOVESPA ainda são escassos. Da mesma forma, entre as dimensões de governança que são identificadas para sua mensuração, não se considera um atributo de assimetria de informação, que pode afetar a qualidade da governança. Com base nisso, surge a questão de pesquisa que norteia este estudo: qual é a relação da qualidade da governança corporativa das empresas de capital aberto no Brasil com os segmentos diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA? Nesse sentido, o objetivo deste estudo é estimar um Índice de Qualidade da Governança Corporativa (IQGC) para as empresas que negociaram suas ações na BM&FBOVESPA e relacioná-lo aos diferentes níveis de governança corporativa nos quais elas estiveram listadas no período de 2010 a 2013.

Diante do exposto, a principal contribuição do estudo é a construção de um índice para mensurar a qualidade das práticas de governança corporativa no Brasil, considerando um atributo de assimetria de informação em sua estimação, partindo da hipótese de que empresas que estão listadas nos segmentos diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA apresentam melhor qualidade da governança.

2 REVISÃO DE LITERATURA

Para compor a revisão de literatura, no primeiro tópico são descritas as dimensões da governança corporativa, e em seguida, a forma de mensuração da governança corporativa.

2.1 DIMENSÕES DA GOVERNANÇA CORPORATIVA

A governança corporativa habitualmente é vista como um conjunto de mecanismos de incentivo e controle dentro das empresas. Seu estudo normalmente é respaldado em princípios e regras. Partindo dos princípios, a governança apresenta um conjunto de dimensões, as quais representam áreas nas quais se busca identificar os princípios e práticas (ou mecanismos) que são a materialização desses princípios com o auxílio de regras que normatizam tais práticas. No Brasil, especialmente no final do ano 2000, a BM&FBOVESPA criou os níveis diferenciados de governança corporativa (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado) para regular a exigência dessas práticas às empresas que voluntariamente se comprometem a participar desses segmentos.

Nesse contexto, Almeida e Santos (2008) observam que as boas práticas de governança têm como principais objetivos: aumentar o valor da organização, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para a sua continuidade. Oro, Frozza e Eidt (2008) destacam que a adoção dessas boas práticas representa um elevado grau de responsabilidade e coerência entre os agentes externos (*stakeholders*), pois ao divulgar suas informações ao mercado, a empresa mantém os acionistas e o mercado informados sobre seu desempenho. Diante disso, os acionistas e demais *stakeholders* precisam ter informações dos negócios com clareza e fidedignidade acerca dos resultados da empresa, bem como as estratégias que serão seguidas, pois para qualquer organização o que de fato é importante é a perpetuidade dos negócios (ORO; FROZZA; EIDT, 2008). Para Claessens e Yurtoglu (2013), a crise financeira de 2008 demonstrou como falhas na governança podem prejudicar economias inteiras.

A governança corporativa está relacionada com as dimensões que são fundamentais para o bom desempenho da firma, tendo em vista contribuir para a redução dos conflitos de agência (SANTOS, 2009). Nesse sentido, o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2009) aponta que o conselho de administração é a principal dimensão do sistema de governança, exercendo o papel de órgão máximo na fixação das diretrizes das companhias. Para que este tenha êxito, é preciso que haja amplo conhecimento acerca dos valores da empresa, crenças e objetivos dos sócios, além de zelo pelo seu aprimoramento e da busca pela prevalência dos interesses da empresa diante de conflitos de interesses. Muritiba (2009) ratifica isso ao observar que o conselho de administração apresenta alto índice de envolvimento nas estratégias da firma, contribuindo assim para a governança corporativa.

Silveira (2004) investigou a relação da governança com a estrutura de propriedade em 161 companhias abertas no Brasil, cujos resultados indicaram que ela influencia a qualidade da governança e que existe uma relação negativa significativa entre o excesso de direito de voto em posse do acionista controlador e a qualidade da governança. Observou-se, ainda, que a estrutura de propriedade deve influenciar as decisões sobre os investimentos corporativos, o que, por sua vez, deve interferir no valor da empresa. Okimura, Silveira e Rocha (2007) também ratificam que a estrutura de propriedade e controle *é relevante para uma boa atuação da governança, pois* com a separação entre proprietário-gestor podem surgir conflitos de interesse, sendo necessários os contratos, nas quais o agente deve tomar decisões vislumbrando os anseios dos acionistas (JENSEN; MECKLING, 1976).

Segundo Correia, Amaral e Louvet (2011), o Incentivo aos Administradores também é fundamental para uma boa governança corporativa, pois este é proposto com a finalidade de reduzir os problemas de agência, exercendo, assim, influência significativa na governança, destacando-se a participação nos lucros, os bônus e as opções de ações. Dessa forma, os administradores serão incentivados a atuarem de forma eficiente dentro da corporação, alinhando seus interesses aos dos investidores. Para esses autores, no Brasil há uma associação positiva do incentivo aos administradores com a governança corporativa.

Já Lanzana (2004) observa que a *disclosure* influencia significativamente a governança, uma vez que tem papel fundamental no mercado de capitais, sendo essencial para a avaliação correta das oportunidades de investimentos pelos agentes econômicos na medida em que reduz a assimetria de informação. A autora analisou 58 empresas brasileiras no ano de 2002 com o objetivo de averiguar se haveria relação significativa entre a *disclosure* e a governança, tendo encontrado uma relação positiva. Nesse sentido, é necessário que haja publicidade das informações, pois sua efetivação melhora a qualidade da governança das empresas.

Conforme Rodarte e Camargo (2009), a governança também está relacionada com a criação de áreas de Relações com Investidores (RI), as quais emergem como uma função estratégica na perspectiva de que as empresas precisam estabelecer comunicação direta com o mercado, além de efetiva divulgação de informações relevantes. Os autores analisaram a relação da governança com as RI em 340 empresas listadas na BM&FBOVESPA e constataram que apesar das iniciativas da CVM e da BM&FBOVESPA em potencializar a inserção de investidores minoritários no mercado, as áreas de RI não estavam interessadas em atender adequadamente esse tipo de investidor. Ainda, analisaram que a adesão aos níveis diferenciados de governança não interferia em atitudes diferenciadas com esses investidores.

De acordo com Beuren *et al.* (2013), o comitê de auditoria dentro da governança tem a finalidade de aumentar a eficiência do conselho de administração e supervisionar situações mais complexas que exigem suporte específico, como também é um dos comitês que o conselho de administração pode instituir para tratar assuntos de contabilidade e gerenciamento de riscos. Segundo Santos (2009), o comitê de auditoria é elemento fundamental na Lei *Sarbanes-Oxley* para o exercício de controle das organizações, influenciando diretamente a governança corporativa. Isso corrobora a afirmação de que é fundamental para uma empresa a instituição de um comitê de auditoria, tendo em vista a necessidade de fiscalização (BEUREN *et al.*, 2013).

Além disso, Almeida e Santos (2008) e Barbedo, Silva e Leal (2009) afirmam que as informações divulgadas pelas empresas se relacionam com a governança, ao passo que Clarke e Shastri (2000) verificam que o retorno anormal de uma ação geralmente está relacionado de forma positiva à existência de negociação com informação assimétrica. Ainda, empresas listadas em níveis mais altos de governança corporativa da BM&FBOVESPA apresentaram menor índice de assimetria de informação (ALMEIDA; SANTOS, 2008; MOREIRAS, 2010). Dessa maneira, espera-se que uma menor assimetria da informação implique em uma maior qualidade da governança corporativa.

Nesse sentido, ainda quanto às dimensões da governança corporativa, imprescindíveis para a construção do IQGC, as empresas brasileiras podem negociar com empresas americanas, pois as companhias nacionais que emitem ADR têm que seguir a legislação dos Estados Unidos, que proporciona rígidos parâmetros legais aplicados às empresas com ações negociadas nas bolsas americanas, em que seu conjunto de regras procura garantir: a criação de mecanismos mais confiáveis de auditoria, bem como a criação de comitês para supervisionar suas atividades, assegurando uma maior independência na atuação da auditoria externa, e com isso mitigar riscos aos negócios, evitar fraudes e proporcionar transparência aos resultados contábeis das empresas (MENDONÇA *et al.*, 2010).

Diante dessa discussão, o Quadro 1 resume tais dimensões.

Quadro 1 – Correlação das dimensões de governança corporativa

Dimensão	Relação com a Governança Corporativa	Referência
Conselho de administração	Quanto maior o nível de governança, maior o envolvimento do conselho de administração nas estratégias da empresa.	Muritiba (2009) e Santos (2009)
Estrutura de propriedade	influencia positivamente a qualidade da governança.	Silveira (2004) e Okimura, Silveira e Rocha (2007)
Incentivos aos administradores	Há uma relação positiva e significativa entre a remuneração dos administradores e a governança.	Correia, Amaral e Louvet (2011)
<i>Disclosure</i>	Influencia diretamente a governança, pois reduz a assimetria de informação.	Lanzana (2004)
Relação com investidores	Tem a função de estabelecer comunicação com o mercado e a divulgação de informações, melhorando a governança.	Rodarte e Camargo (2009)
Comitê de auditoria	É fundamental para o controle das organizações, melhorando a governança.	Santos (2009) e Beuren et al. (2013)
Assimetria de informação	Quanto maior o nível de governança, menor o índice de assimetria de informação.	Clarke e Shastri (2000), Almeida e Santos (2008), Barbedo, Silva e Leal (2009) e Moreiras (2010)

Fonte: Elaboração própria.

2.2 MENSURAÇÃO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA

Claessens e Yurtoglu (2013) destacam que, no século XXI, a governança corporativa deve ser vista com maior atenção, além de ser discutida em salas de reuniões corporativas, reuniões acadêmicas e círculos políticos ao redor do mundo, pois vários são os acontecimentos responsáveis pelo elevado interesse no assunto, tais como as crises financeiras. Nesse aspecto, a criação de segmentos de listagem nos diferentes mercados de capitais e a tentativa de mensuração de dimensões e práticas de governança têm ocupado papel de destaque nos estudos relacionados a esse tema.

No Brasil, Vieira e Mendes (2006) observam que a BM&FBOVESPA criou em 2001 o Índice de Governança Corporativa (IGC) com a finalidade de listar as organizações que realizavam suas negociações com níveis diferenciados de Governança Corporativa. Todavia, o IGC não é, necessariamente, um número que determina o nível de governança das empresas. Ou seja, se faz necessária a construção de índices que mensurem o nível (ou qualidade) de governança, e com isso se verifique a aderência das empresas às práticas de governança corporativa.

Nesse aspecto, Bebchuk e Weisbach (2010) destacam que se deve ter atenção para que não haja uma proporção elevada de dimensões de governança com pouca significância ou, ainda, não desmerecer dimensões que de fato tragam contribuições. Entre tais dimensões, Claessens e Yurtoglu (2013) evidenciam direitos dos acionistas, a estrutura de propriedade e o conselho de administração, ao passo que Silveira e Barros (2008) ressaltam, como elementos essenciais para a construção de um índice, o acesso às informações, o conteúdo das informações, a estrutura do conselho de administração e a estrutura de propriedade. Esses autores calcularam um índice de governança a partir de um conjunto de 20 variáveis binárias, com base no Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa.

Nesse sentido, Bebchuk e Weisbach (2010) destacam a relevância da utilização de um índice para aferir o grau de governança corporativa das empresas a partir das principais dimensões de sua composição, como as características do conselho de administração. Correia, Amaral e Louvet (2011) ressaltam que um dos intuítos da governança é reduzir

a assimetria da informação, diminuindo os conflitos de interesse. Além dessa dimensão, esses autores consideram a composição do conselho de administração, a estrutura de propriedade, a transparência (*disclosure*), os incentivos aos administradores e a proteção aos acionistas minoritários. Assim, esses autores apresentaram um índice de governança como critério de eficiência de um conjunto de procedimentos para redução dos problemas de agência. Em termos de validação, seus resultados apresentaram associação positiva e significativa com o *Q* de Tobin. Na Coreia do Sul, Black, Jang e Kim (2006) encontraram resultados semelhantes.

Ainda, quanto à mensuração da governança corporativa, Chen e Liu (2013) argumentam a necessidade da consideração da assimetria informacional, que pode ser incluída na construção de índices para capturar as práticas diferenciadas das empresas no que se refere à publicidade de suas informações. Nesse sentido, Cunha e Politelo (2013) indicam que, quando se mensura a governança por um índice, quanto melhor for a pontuação da empresa, melhor é o seu grau de governança corporativa. Já Bernardino, Peixoto e Ferreira (2014) desenvolveram um índice de qualidade da governança por meio da Análise de Componentes Principais (ACP) contemplando 12 mecanismos baseados na Teoria da Agência. No entanto, não abordam a assimetria de informação. Sendo assim, este estudo surge com o propósito de estimar a qualidade da governança corporativa das firmas por meio de um índice que aborde seus componentes principais e, diferentemente dos estudos anteriores, incluindo uma dimensão de assimetria de informação.

3 ASPECTOS METODOLÓGICOS

Para a construção deste estudo, alguns aspectos metodológicos foram observados. No que tange à população investigada, refere-se a todas as empresas ativas que negociaram suas ações na BM&FBOVESPA, totalizando 516 companhias. O período de análise é de 2010 a 2013. A escolha do período a partir do ano de 2010 se deu devido a mudança do padrão contábil brasileiro ao padrão internacional dos *International Financial Reporting Standards* (IFRS), com o advento da Lei nº 11.638/2007.

Quanto à amostra, foram mantidas apenas as empresas que apresentaram todos os dados necessários às análises ao longo dos quatro anos analisados. Com isso, permaneceram 235 empresas, em que, os dados foram coletados ao longo dos meses de setembro a novembro de 2014, a partir dos Formulários de Referência das empresas, por meio dos *sites* das próprias empresas, bem como no *site* da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

A partir dos índices de governança corporativa abordados no referencial teórico deste trabalho, foram selecionadas 7 dimensões que contêm, cada uma, 3 variáveis *proxies* relacionadas à governança, totalizando 21 variáveis que são utilizadas para a construção do IQGC. Todas elas são variáveis binárias (*dummies*) que indicam a presença (1) ou ausência (0) de cada variável em cada uma das empresas analisadas, de forma semelhante a Cunha e Politelo (2013), conforme Quadro 2. A partir dessas variáveis são realizadas a construção do IQGC e as análises descritivas, de correlação e de diferenças de médias.

Quadro 2 – Definição das dimensões e variáveis de governança corporativa

Dimensão	Variável	Definição
Conselho de administração	Tamanho	Conselho formado por 5 a 9 membros recebeu o valor 1, caso contrário 0.
	Independência	Conselho com pelo menos 20% dos membros sendo independentes recebeu o valor 1, caso contrário 0.
	Chairman/CEO	Conselho cujo presidente não é o CEO recebeu valor 1, caso contrário 0.
Estrutura de propriedade	Ações ON	Empresa que emitia apenas ação ordinária recebeu valor 1, caso contrário 0.
	Participação do controlador	Empresa em que os controladores possuíam menos que 50% das ações com direito ao voto recebeu valor 1, caso contrário 0.
	Fluxo de caixa/ controle	Empresa em que a razão das ações preferenciais pelas ações ordinárias foi maior ou igual a 1 recebeu valor 1, caso contrário 0.
Incentivo aos administradores	Participação nos lucros	Empresa que mantinha programa de participação dos administradores nos lucros das empresas recebeu valor 1, caso contrário 0.
	Opções	Empresa que possuía plano de incentivo na forma de opções de compra de ações recebeu valor 1, caso contrário 0.
	Bônus	Empresa que possuía plano de incentivo na forma de bônus recebeu valor 1, caso contrário 0.
Disclosure	Relatórios no prazo	Empresa que produzia relatórios financeiros anuais até a data requerida recebeu valor 1, caso contrário 0.
	Demonstrativos adicionais	Empresa que divulgou Balanço Social, Relatório Integrado ou demonstrativo não obrigatório recebeu valor 1, caso contrário 0.
	Auditoria líder	Empresa que faz uso de auditoria dos líderes de auditoria (<i>big four</i>) recebeu valor 1, caso contrário 0.
Relação com investidores	<i>Poison pills</i>	Empresa que adotou medidas anti- <i>takeover</i> recebeu valor 1, caso contrário 0.
	<i>Tag along</i>	Empresa que concedeu <i>tag along</i> aos detentores de ações preferencias recebeu valor 1, caso contrário 0.
	<i>Free float</i>	Empresa em que o <i>free float</i> foi maior ou igual a 25% recebeu valor 1, caso contrário 0.
Comitê de auditoria	Comitê de auditoria	Empresa que possuía comitê de auditoria recebeu valor 1, caso contrário 0.
	Supervisão	Empresa que informava que supervisionava a auditoria interna e os procedimentos de contabilidade recebeu valor 1, caso contrário 0.
	Composição	Empresa em que o comitê de auditoria era composto em sua maioria por membros independentes recebeu valor 1, caso contrário 0.

continua...

conclusão.

Assimetria de informação	Retorno anormal	Empresa com ausência de retorno anormal no ano recebeu valor 1, caso contrário 0.
	Emissão de ADR	Empresa que emitia ADR recebeu valor 1, caso contrário 0.
	Governança diferenciada	Empresa listada em nível diferenciado de governança da BM&FBOVESPA (N1, N2 ou novo mercado) recebeu valor 1, caso contrário 0.

Fonte: Elaboração própria.

Para analisar as relações entre as dimensões de governança corporativa adotadas neste estudo, foi utilizada a matriz de correlação de *spearman*, haja vista que o teste de *Kolmogorov-Smirnov* indicou que as variáveis não possuíam distribuição normal (p -valor < 0,05). Já para a construção IQGC, foi utilizada a ACP, conforme metodologia de Nagar e Basu (2002). Nessa análise, calculou-se uma média ponderada dos componentes obtidos, de acordo com os pesos de suas variâncias. Assim, transformou-se a matriz de dados com N observações de K variáveis em um conjunto de K^* variáveis ortogonais (componentes principais), de modo que a primeira delas tenha a máxima variância possível. Com isso, buscou-se isolar o componente comum das *proxies* utilizadas para obter melhor representação da qualidade da governança corporativa.

Dessa forma, para análise da diferença das médias de IQGC entre as empresas listadas nos diferentes segmentos de governança corporativa da BM&FBOVESPA, foi utilizado o teste de *Mann-Whitney* para amostras independentes, cuja hipótese nula assume que duas amostras possuem distribuições idênticas. Assim, buscou-se verificar se existiam diferenças entre o IQGC de cada subgrupo de empresas, os quais foram determinados pelos seus segmentos de listagem, com intuito de avaliar a eficácia dos níveis diferenciados de governança.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

A Tabela 1 apresenta as estatísticas descritivas das variáveis correspondentes às dimensões de governança corporativa. Nos dados descritos, é possível observar que, em média, em 79,0% das empresas analisadas os cargos de CEO e de presidente do conselho são exercidos por pessoas diferentes. Esse resultado está de acordo com Cunha e Politélo (2013), que afirmam que essa separação é bastante favorável aos acionistas das empresas e, conseqüentemente, à qualidade da governança da companhia. Quanto à estrutura de propriedade, verifica-se que em cerca de 58,0% das observações o direito ao fluxo de caixa é superior ao direito ao controle da companhia.

Jensen e Meckling (1976) destacam que, com intuito de reduzir os problemas de agência, os contratos de incentivo relacionados à remuneração dos administradores é um mecanismo de alinhamento dos interesses entre os administradores e acionistas. No entanto, nos resultados desta pesquisa, na dimensão de incentivos aos administradores, a variável com maior representatividade foi aquela referente aos planos de incentivo por meio de Bônus, a qual esteve presente em aproximadamente 44,5% das companhias. Já a participação nos lucros foi a variável com a média mais baixa dessa dimensão, com cerca de 34,7% de adesão.

Nota-se, também, que aproximadamente 97,7% das organizações produziram relatórios financeiros anuais até a data requerida pela legislação, fato que aumenta a credibilidade das empresas, tanto pela divulgação tempestiva de suas informações, como também por evitar multas por atrasos na apresentação de suas informações financeiras.

Nesse aspecto, Terra e Lima (2006) afirmam que atrasos na entrega desses relatórios, na perspectiva do investidor, representa um fator que aumenta a incerteza acerca das novas informações vindouras. Na dúvida, o investidor tende a subavaliar as suas expectativas. Uma vez em atraso, as expectativas dos investidores são revisadas para baixo, com dias em retornos negativos e significativos antes do evento de divulgação. Ainda, para esses autores, após a divulgação das demonstrações financeiras, essas expectativas são ajustadas em função da nova informação divulgada. No mercado brasileiro, esse fenômeno pode ser observado no início de 2015 com o atraso da divulgação das demonstrações financeiras do quarto trimestre de 2014 da companhia Petrobrás, devido às suspeitas de corrupção que afetariam seus números, o que pressionou negativamente os preços de suas ações, os quais foram reajustados pelo mercado quando houve a divulgação de suas informações ao público.

Em média, em 83,8% da amostra, o *free float* é maior ou igual a 25,0%, isto é, a maioria das empresas mantém pelo menos um quarto de suas ações sendo livremente negociadas no mercado. Dessa maneira, nota-se que há uma valorização dessa variável de governança, indicando um comprometimento da organização com sua liquidez. Por outro lado, observa-se que o direito de saída conjunta dos acionistas portadores de ações preferenciais em caso de alienação da companhia (*tag along*) esteve presente em apenas 21,0% dos casos analisados.

Quanto ao comitê de auditoria, apenas 33,7% das empresas demonstraram possuí-lo, em que somente 25,1% das companhias supervisionam a auditoria interna e seus procedimentos de contabilidade, e só 9,1% das empresas forma seu comitê de auditoria com a maioria de membros independentes. Dentre as sete dimensões analisadas neste estudo, esta foi a que apresentou maior fragilidade, com menor frequência entre as empresas analisadas. Por outro lado, no que tange à assimetria de informação, 62,3% das companhias aderiram a algum nível diferenciado de governança corporativa da BM&FBOVESPA, haja vista que essa adesão às práticas diferenciadas contribui com a redução da assimetria (MOREIRAS, 2010).

Tabela 1 – Estatísticas descritivas das dimensões de governança corporativa (2010-2013)

Dimensão	Variável	Média	Desvio-Padrão
Conselho de administração	Tamanho	0,714	0,452
	Independência	0,559	0,497
	Chairman/CEO	0,790	0,407
Estrutura de propriedade	Ações ON	0,524	0,500
	Participação do Controlador	0,496	0,500
	Fluxo de Caixa/Controle	0,580	0,494
Incentivos aos administradores	Participação nos lucros	0,347	0,476
	Opções	0,443	0,497
	Bônus	0,445	0,497
Disclosure	Relatórios no prazo	0,977	0,151
	Demonstrativos adicionais	0,480	0,500
	Auditoria líder	0,877	0,329
Relação com investidores	<i>Poison pills</i>	0,439	0,497
	<i>Tag along</i>	0,210	0,407
	<i>Free float</i>	0,838	0,368
Comitê de auditoria	Comitê de auditoria	0,337	0,473
	Supervisão	0,251	0,434
	Composição	0,091	0,288
Assimetria de Informação	Retorno anormal	0,405	0,491
	Emissão de ADR	0,103	0,304
	Governança diferenciada	0,623	0,485

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados da pesquisa.

A Tabela 2 apresenta as médias de cada variável das dimensões de governança das empresas. Quanto ao conselho de administração, merecem destaque as variáveis tamanho e chairman/CEO, cujas médias foram superiores a 50,0%, o que

demonstra a sua importância, bem como justifica o fato de que autores como Terra e Lima (2006), Silveira e Barros (2008), Correia, Amaral e Louvet (2011), Bebchuk e Weisbach (2010), Claessens e Yurtoglu (2013) e Cunha e Politelo (2013) determinam o conselho de administração como fator fundamental em qualquer sistema de boa governança, devendo levar em consideração sua integridade, tamanho e a prestação de contas da firma e a gestão, incluindo supervisão e a orientação da diretoria.

Na estrutura de propriedade, na variável participação do controlador, para a boa governança é indicado que o grupo controlador se apresente com menos que a metade das ações com direito a voto, de acordo com o que preceitua Claessens e Yurtoglu (2013). De forma geral, nesta pesquisa, essa variável se mostrou com porcentagem inferior à metade (49,6%). Contudo, quando analisada individualmente, verifica-se que tem ocorrido uma tendência ao avanço na média dessa variável ao longo do período de 2010 a 2013. Além disso, mais de metade da amostra já emite apenas ações ordinárias, sendo possível, também, observar um crescimento desse percentual nos anos analisados. Assim, percebe-se que as companhias estão cada vez mais aderindo a um capital composto por ações com direito a voto, na medida em que se eleva a quantidade de empresas que buscam se adequar às boas práticas de governança corporativa.

Pode-se verificar, assim como na tabela anterior, que a entrega dos relatórios no prazo, na dimensão *disclosure*, apresentou maior relevância em todo o período analisado para a amostra, com média acima de 90 pontos percentuais em todos os anos. Nessa mesma dimensão, a variável Auditoria Líder também se mostrou em destaque, com valores acima dos 80 pontos, indicando que as organizações escolheram os líderes em auditoria (*big four*) no período de 2010 a 2013, corroborando Bortolon, Sarlo Neto e Santos (2013), tendo em vista que em seu estudo foi constatada que em média 82,0% das empresas por eles analisadas têm como empresa prestadora de serviços de auditoria uma das *big four*. Nesse contexto, segue a Tabela 2.

Tabela 2 – Médias das variáveis das dimensões de governança corporativa, por ano (2010-2013)

Dimensão	Variável	2010	2011	2012	2013	Total
Conselho de administração	Tamanho	0,715	0,702	0,711	0,728	0,714
	Independência	0,553	0,553	0,572	0,558	0,559
	Chairman/CEO	0,737	0,779	0,793	0,851	0,790
Estrutura de propriedade	Ações ON	0,511	0,519	0,531	0,535	0,524
	Participação do controlador	0,464	0,485	0,507	0,528	0,496
	Fluxo de caixa/controlado	0,566	0,583	0,583	0,588	0,580
Incentivos aos administradores	Participação nos lucros	0,362	0,379	0,336	0,311	0,347
	Opções	0,426	0,434	0,452	0,460	0,443
	Bônus	0,417	0,438	0,447	0,478	0,445
<i>Disclosure</i>	Relatórios no prazo	0,966	0,979	0,979	0,984	0,977
	Demonstrativos adicionais	0,447	0,481	0,494	0,498	0,480
	Auditoria líder	0,886	0,877	0,864	0,881	0,877
Relação com investidores	<i>Poison pills</i>	0,404	0,430	0,446	0,476	0,439
	<i>Tag along</i>	0,218	0,209	0,205	0,208	0,210
	<i>Free float</i>	0,838	0,842	0,830	0,842	0,838

continua...

conclusão.

Comitê de auditoria	Comitê de auditoria	0,319	0,336	0,345	0,348	0,337
	Supervisão	0,221	0,242	0,264	0,277	0,251
	Composição	0,081	0,081	0,101	0,101	0,091
Assimetria de informação	Retorno anormal	0,362	0,417	0,488	0,353	0,405
	Emissão de ADR	0,098	0,098	0,106	0,110	0,103
	Governança diferenciada	0,600	0,616	0,630	0,646	0,623

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados da pesquisa.

Ainda, na dimensão assimetria de informação, quanto à variável emissão de ADR, há um aumento do seu percentual (10,3% em 2013), mesmo que de forma tímida. Além disso, a variável que indica adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa tem aumentado a cada ano, indicando sua maior adoção pelas empresas. Dessa forma, percebe-se que as companhias têm buscado a melhoria da sua imagem, maior rigor na disponibilização das informações e, conseqüentemente, redução da assimetria da informação.

Na Tabela 3, é apresentada a matriz de correlação de *spearman* das dimensões de governança corporativa. Nela é possível observar que todas as dimensões de governança possuem relações positivas, sendo a correlação mais forte e significativa aquela entre o conselho de administração e os incentivos aos administradores (0,434). Isso é razoável, tendo em vista que esse conselho normalmente participa da definição das políticas de remuneração dos administradores e que, como ambas são dimensões de governança, um conselho mais independente indica melhores planos de incentivos. Assim, o conselho faz parte do planejamento, operacionalização, supervisão e revisão dessas políticas.

Destaca-se, também, a correlação entre a estrutura de propriedade e os incentivos aos administradores (0,391), indicando que estruturas que ofertam maior proteção aos acionistas também estão relacionadas a melhores políticas de remuneração. Esse tipo de estrutura que protege o acionista também apresenta forte relação com o conselho de administração, mais independente, o que condiz com a literatura (MURITIBA, 2009). Entre as relações significantes com menor intensidade, se destaca aquela entre a estrutura de propriedade como proteção ao acionista e a presença do comitê de auditoria (0,137), sugerindo que em estruturas compostas dessa forma não há a tendência de forte atuação do comitê de auditoria.

Ainda, com exceção a relação entre a estrutura de propriedade e a *disclosure* (0,001), todas as outras correlações foram significantes ao nível de 1%. A correlação entre as duas dimensões citadas surpreende por ser quase nula e não significativa. Assim, observa-se que na amostra analisada a estrutura formada de maneira a oferecer maior proteção aos acionistas não está ligada à maior divulgação de suas informações por parte da empresa.

Tabela 3 – Correlação de *spearman* das dimensões de governança corporativa (2010-2013)

Dimensão	Conselho de administração	Estrutura de propriedade	Incentivos aos administradores	Disclosure	Relação com investidores	Comitê de auditoria
Estrutura de propriedade	0,381***					
Incentivo aos administradores	0,434***	0,391***				
Disclosure	0,201***	0,001	0,282***			
Relação com investidores	0,380***	0,245***	0,345***	0,092***		
Comitê de auditoria	0,260***	0,137***	0,235***	0,173***	0,201***	
Assimetria de informação	0,334***	0,256***	0,318***	0,228***	0,314***	0,189***

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados da pesquisa.

Nota: *** é significativa a 1%.

Para analisar a qualidade da governança corporativa das empresas integrantes da amostra, foi estimado um IQGC por meio de uma ACP. A partir das 21 variáveis analisadas, foram encontrados 7 componentes principais que representaram cerca de 74,5% da variância total. Por meio da ponderação desses componentes por suas variâncias, se obteve a média ponderada dos componentes principais, que foram padronizados no intervalo $[0, 1]$ e apresentados na Tabela 4, Painel A, de forma a indicar a pior (0) ou melhor (1) qualidade da governança. Em seguida, as empresas foram agrupadas de acordo com sua listagem nos segmentos diferenciados de governança corporativa na BM&FBOVESPA e suas médias de IQGC foram analisadas por meio do teste de *Mann-Whitney* para amostras independentes, conforme Painel B da mesma tabela.

No Painel A da Tabela 4 é possível perceber que a média de IQGC da amostra total foi de 0,631. Isto indica que, de forma geral, as empresas analisadas atendem a mais da metade das práticas de governança. Já as companhias pertencentes ao Nível 2 de governança da BM&FBOVESPA apresentaram a maior média entre os segmentos (0,846), superando o Novo Mercado que, em tese, é aquele que exige um maior volume de práticas diferenciadas das empresas. Ao se analisar a composição dessa subamostra, percebeu-se que o Nível 2 era o segmento com menor número de observações analisadas. Entre elas, a maior parte se refere a empresas de setores regulados pelo governo, como os setores de Bancos (ABC, Daycoval, Indusval, Pine e Sofisa), de Energia Elétrica (AES Eletropaulo, Celesc, Renovar Energia e Taesa), de Previdência e Seguros (SulAmérica) e de Transporte Aéreo (Gol). Essas companhias, por estarem submetidas a agências reguladoras, tendem a ter maior controle sobre suas operações, a serem mais fiscalizadas e a apresentarem uma gama maior de relatórios.

Destaca-se, ainda, que o Novo Mercado foi o segundo segmento com melhores práticas de governança (0,740), seguido pelo Nível 1 (0,687) e segmento Tradicional (0,489). Este último não possui regras diferenciadas de governança, ficando a cargo das próprias companhias a definição de suas práticas adicionais de governanças, além daquelas exigidas pela legislação. Também é possível observar que apenas no Nível 2 as companhias conseguiram atingir o nível máximo de governança (1,000), enquanto no segmento Tradicional houve o nível mínimo (0,000). Assim, apesar da influência dos setores regulados, é possível sugerir que os níveis diferenciados da BM&FBOVESPA têm conseguido cumprir seu papel de segregar as empresas por diferentes níveis de qualidade da governança corporativa.

Tabela 4 – Estatísticas descritivas e testes de médias, por segmento de governança (2010-2013)

Painel A: Estatísticas descritivas do IQGC					
Segmento das empresas	Média	Mediana	Desvio-Padrão	Mínimo	Máximo
Novo Mercado	0,740	0,752	0,084	0,337	0,957
Nível 2	0,846	0,874	0,094	0,643	1,000
Nível 1	0,687	0,693	0,101	0,400	0,977
Tradicional	0,489	0,475	0,146	0,000	0,942
Amostra Total	0,631	0,670	0,160	0,000	1,000

Painel B: Testes de diferenças de médias do IQGC (U de Mann-Whitney)			
Segmento das Empresas	Significância	Hipótese Nula	Decisão
Novo Mercado	0,000	H_0 : a distribuição do IQGC é idêntica.	Rejeitar
Nível 2	0,000	H_0 : a distribuição do IQGC é idêntica.	Rejeitar
Nível 1	0,014	H_0 : a distribuição do IQGC é idêntica.	Rejeitar
Tradicional	0,000	H_0 : a distribuição do IQGC é idêntica.	Rejeitar

Fonte: Elaborada a partir dos dados da pesquisa.

Nota: em que NM é Novo Mercado, N2 é Nível 2, N1 é Nível 1 e TRAD é Tradicional; *** é significante a 1%.

No que se refere às diferenças de médias entre os segmentos, no Painel B da Tabela 4 é demonstrado que as médias de cada segmento de governança corporativa são estatisticamente distintas. Ou seja, ao nível de significância de 0,01, verifica-se que é possível rejeitar as hipóteses de igualdade de distribuição e de médias entre os segmentos da BM&FBOVESPA. Ainda, ao atestar que as médias da qualidade da governança corporativa entre os níveis diferenciados são diferentes, sugere-se que esses segmentos conseguem reunir empresas com níveis diferentes de qualidade da governança corporativa. Todavia, atenta-se para a possível existência de *outliers* no Nível 2, pela menor quantidade de empresas, o que pode ter influenciado sua média.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O estudo buscou estimar a qualidade da governança corporativa das empresas que negociaram suas ações na BM&FBOVESPA e relacioná-la aos diferentes níveis de governança corporativa nos quais elas estiveram listadas. Nessa perspectiva, ao estimar o IQGC através da ACP, foi verificado que há diferença estatisticamente significativa entre as médias de IQGC das empresas listadas nos níveis diferenciados em relação àquelas do segmento Tradicional, em que, pelo teste de *Mann-Whitney*, foi observado que níveis mais altos de listagem possuem médias distintas. Vale salientar o caso particular do Nível 2, que apresentou o IQGC mais elevado, tendo seu resultado afetado pela pequena quantidade de empresas e possível ocorrência de *outliers*. Ainda assim, verifica-se que não se pode rejeitar o fato de que empresas que estão listadas nos segmentos diferenciados apresentaram melhor qualidade de governança.

Quanto às peculiaridades referentes às dimensões de governança corporativa, destacam-se as médias de entrega dos relatórios no prazo, do *free-float* e de uso dos serviços de auditoria das *big four*, além do fato de que o conselho de administração apresentou médias superiores a 50,0% ao longo do período analisado, constatando o anseio das organizações por um conselho que atenda às necessidades de uma boa gestão. Mesmo havendo um avanço dessa dimensão, os incentivos aos administradores apresentaram médias de suas variáveis diferentes daquelas do conselho de administração.

Na estrutura de propriedade, apesar de a média total dos anos da variável participação do controlador mostrar uma tendência à concentração acentuada das ações, o que é característico do mercado de capitais no Brasil. Para a boa governança, os controladores das empresas devem possuir menos que 50,0% das ações com direito ao voto, em que, no decorrer do período da amostra, é verificada que a cada ano a média dessa variável tende a avançar, ao passo que também tem crescido a emissão de ações com direito de voto. No caso desses dados, são relevantes e animadores para o amadurecimento do mercado acionário brasileiro, pois, havendo maior pulverização das ações com direito de voto, poderá haver redução da assimetria de informação. Ainda, quanto à dimensão assimetria de informação, mesmo havendo um pequeno aumento das negociações em mercado norte americano (ADR), há um avanço considerável da amostra selecionada, no período analisado, pela adoção dos níveis diferenciados da governança corporativa.

Por fim, as principais contribuições desta pesquisa dizem respeito tanto à construção de um índice de governança corporativa mais robusto quanto pela mensuração mais apurada das sete dimensões de governança corporativa, com suas respectivas variáveis, nas quais se verifica as relações positivas e significantes entre as dimensões. Também se destaca a ratificação dos segmentos diferenciados da BM&FBOVESPA, que se revelam com um importante indicador de qualidade da governança corporativa.

Ainda, atenta-se para as principais limitações deste estudo, como o fato de ter analisado uma amostra limitada de empresas da BM&FBOVESPA entre o período de 2010 a 2013 e, ainda, outras variáveis que representam dimensões de governança e não foram consideradas nesta pesquisa. Por isso, seus resultados não devem ser generalizados. Não obstante, destaca-se que tais limitações não invalidam o estudo, haja vista sua relevante contribuição à literatura de finanças.

REFERÊNCIAS

ALMEIDA, M. A.; SANTOS, J. F. Relação entre variáveis endógenas e a qualidade das práticas de governança corporativa das empresas Brasileiras de capital aberto listadas em bolsa. *Revista de Informação Contábil*, Recife, v. 2, n. 4, p. 17-37, 2008.

BALASSIANO, M. G. *Estrutura de propriedade e teoria da agência: um estudo de empresas Brasileiras e seus diferentes tipos de controladores*. 2012. 75 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, 2012.

BARBEDO, C. H.; SILVA, E. C.; LEAL, R. P. C. Probabilidade de informação privilegiada no mercado de ações, liquidez intra-diária e níveis de governança corporativa. *Revista Brasileira de Economia*, Brasília, v. 63, n. 01, p. 51-62, 2009.

BEBCHUK, A.; WEISBACH, M. The state of corporate governance research. *The Review of Financial Studies*, v. 23, n. 3, p. 939-961, 2010.

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*, Campo Largo, v. 13, n. 2, p. 185-202, maio/ago., 2014.

BEUREN, I. M. *et al.* Caracterización propuesta para el Comité de Auditoría en el código de gobernanza corporativa del Brasil y de otros países. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade*, Brasília, v. 7, n. 4, p. 409-425, 2013.

BLACK, B.; JANG, H.; KIM, W. Does corporate governance predict firms' market values? Evidence from the Korean market. *Journal of Law, Economics and Organization*, v. 22, n. 2, p. 366-413, 2006.

BORTOLON, P. M.; SARLO NETO, A.; SANTOS, T. B. Custos de auditoria e governança corporativa. *Revista Contabilidade e Finanças*, São Paulo, v. 24, n. 61, p. 27-36, 2013.

CHEN, W.; LIU, W. Corporate governance under asymmetric information: theory and evidence. *Economic Modelling*, v. 33, p. 280-291, 2013.

CLAESSENS, S.; YURTOGLU, B. Corporate governance in emerging markets: a survey. *Emerging Markets Review*, v. 15, p. 1-33, 2013.

CLARKE, J.; SHASTRI, K. On information asymmetry metrics. New York: Social Science Research Network, Nov. 2000. (Working Paper).

CORREIA, L. F. *Um índice de governança para empresas no Brasil*. 2008. 274 f. Tese (Doutorado em Administração) – Centro de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração, Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2008.

CORREIA, L. F.; AMARAL, H. F.; LUVET, P. Um índice de avaliação da qualidade da governança corporativa no Brasil. *Revista Contabilidade e Finanças*, São Paulo, v. 22, n. 55, p. 45-63, jan.-abr. 2011.

COUTINHO, E. S.; AMARAL, H. F.; BERTUCCI, L. A. O impacto da estrutura de propriedade no valor de mercado de empresas brasileiras. *RAUSP*, São Paulo, v. 41, n. 2, p. 197-207, abr.-jun. 2006.

CUNHA, P. R.; POLITELO, L. Determinantes do nível de governança corporativa das empresas brasileiras de capital aberto do setor de consumo cíclico da BM&FBOVESPA. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, São Paulo, v. 6, n. 2, p. 211-235, 2013.

FAMA, E. F. R. Return and equilibrium: empirical tests. *Journal of Political Economy*, v. 81, n. 3, p. 607-636, 1973.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. *Código das melhores práticas de governança corporativa*. 2009. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/inter.php?id=18180>>. Acesso em: 03 fev. 2015.

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.

KLAPPER, L. F.; LOVE, I. Corporate governance, investor protection and performance in emerging markets. Washington: The World Bank Development Research Group, 2002. (Working Paper, n. 2818).

LA PORTA, R. *et al.* Agency problems and dividend policies around the world. *Journal of Finance*, v. 55, n. 1, p. 1-33, 2000.

LANZANA, A. P. *Relação entre disclosure e governança corporativa das empresas Brasileiras*. 2004. 161 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

MENDONÇA, M. M. *et al.* Impacto da Lei Sarbanes-Oxley (SOX) na qualidade do lucro das empresas Brasileiras que emitiram ADRs. *Revista Contabilidade & Finanças*, São Paulo, v. 21, n. 52, jan./abr. 2010.

MOREIRAS, L. M. F. *Os efeitos da governança corporativa sobre a informação assimétrica*. 2010. 153 f. Tese (Doutorado em Administração) – Escola de Administração de Empresas de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2010.

MURITIBA, S. N. *Envolvimento dos conselhos de administração na estratégia das organizações*. 2009. 145 f. Tese (Doutorado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.

NAGAR, A. L.; BASU, S. R. Weighting socio-economic indicators of human development: a latent variable approach. In: ULLAH, A. (Org.). *Handbook of applied econometrics and statistical inference*. New York: Marcel Dekker, 2002.

OKIMURA, R. T.; SILVEIRA, A. M.; ROCHA, K. C. Estrutura de propriedade e desempenho corporativo no Brasil. *Revista de Administração Contemporânea Revista Eletrônica*, Rio de Janeiro, v. 1, n. 1, p. 119-135, jan./abr. 2007.

OLIVEIRA NETO, J. C. C.; MEDEIROS, O. R.; QUEIROZ, T. B. Governança corporativa e velocidade de incorporação de informações: Lead-Lag entre o IGC e o IbrX. *Revista Brasileira de Finanças*, Rio de Janeiro, v. 10, n. 1, p. 149-172, 2012.

ORO, I. M.; FROZZA, J.; EIDT, J. Práticas de governança corporativa em cooperativa: o caso da Cooperalfa. In: CONGRESSO UFSC DE CONTROLADORIA E FINANÇAS, 2., 2008, Florianópolis. *Anais...* Florianópolis: Universidade de Santa Catarina, 2008.

RODARTE, J. R.; CAMARGOS, M. A. D. A área de relação com investidor de companhias brasileiras: uma avaliação da efetividade do atendimento ao pequeno investidor. In: ENCONTRO NACIONAL DE ENGENHARIA DE PRODUÇÃO, 19., 2009. *Anais...* Salvador: Enegep, 2009.

SANTOS, A. G. *Comitê de auditoria: uma análise baseada na divulgação das informações de empresas brasileiras*. 2009. 175 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.

SILVEIRA, A. M. *Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil*. 2004. 250 f. Tese (Doutorado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

SILVEIRA, A. M.; BARROS, L. Determinantes da qualidade da governança corporativa das companhias abertas Brasileiras. *Revista Eletrônica de Administração*, Porto Alegre, v. 14, n. 3, p. 512-540, 2008.

SILVEIRA, A. M.; BARROS, L.; FAMÁ, R. Atributos corporativos, qualidade da governança corporativa e valor das companhias abertas no Brasil. *Revista Brasileira de Finanças*, Rio de Janeiro, v. 4, n. 1, p. 1-30, 2006.

SOARES, S. S. S.; PAULILLO, L. F. O. Governança corporativa em empresas sucroalcooleiras e de biodiesel: o novo mercado enquanto estratégia de capitalização. *Informações Econômicas*, São Paulo, v. 38, n. 3, p. 37-46, mar., 2008.

TERRA, P. R. S.; LIMA, J. B. N. Governança corporativa e a reação do mercado de capitais à divulgação das informações contábeis. *Revista Contabilidade e Finanças*, São Paulo, v. 17, n. 42, p. 35-49, 2006.

VIEIRA, S. P.; MENDES, A. 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.