

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA  
CENTRO SOCIOECONÔMICO  
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CONTABILIDADE**

**RAPHAEL VINICIUS WEIGERT CAMARGO**

**DETERMINANTES DOS NÍVEIS DE GOVERNANÇA  
CORPORATIVA DE EMPRESAS COM AÇÕES NEGOCIADAS  
NA B3**

Florianópolis  
2018



RAPHAEL VINICIUS WEIGERT CAMARGO

**DETERMINANTES DOS NÍVEIS DE GOVERNANÇA  
CORPORATIVA DE EMPRESAS COM AÇÕES NEGOCIADAS  
NA B3**

Tese apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Contabilidade da Universidade Federal de Santa Catarina em cumprimento a requisito parcial para obtenção do título de Doutor em Contabilidade.  
Orientador: Prof. Ernesto Fernando Rodrigues Vicente, Dr.

Florianópolis  
2018

**Ficha de identificação da obra elaborada pelo autor, através do  
Programa de Geração Automática da Biblioteca Universitária da UFSC.**

Camargo, Raphael Vinicius Weigert

Determinantes dos níveis de governança corporativa  
de empresas com ações negociadas na B3 / Raphael  
Vinicius Weigert Camargo; orientador, Ernesto  
Fernando Rodrigues Vicente, 2018.

250 p.

Tese (doutorado) - Universidade Federal de Santa  
Catarina, Centro Socioeconômico, Programa de Pós-  
Graduação em Contabilidade, Florianópolis, 2018.

Inclui referências.

1. Contabilidade. 2. Determinantes. 3. Governança  
Corporativa. 4. Nível de Governança Corporativa. 5.  
Dimensões e Fatores de Governança Corporativa. I.  
Vicente, Ernesto Fernando Rodrigues. II.  
Universidade Federal de Santa Catarina. Programa de  
Pós-Graduação em Contabilidade. III. Título.

Raphael Vinicius Weigert Camargo

**DETERMINANTES DOS NÍVEIS DE GOVERNANÇA  
CORPORATIVA DE EMPRESAS COM AÇÕES NEGOCIADAS  
NA B3**

Esta Tese foi julgada adequada para obtenção do Título de Doutor em Contabilidade e aprovada em sua forma final pelo Programa de Pós-graduação em Contabilidade.

Florianópolis, 06 de março de 2018.

---

Prof<sup>a</sup>. Ilse Maria Beuren, Dra.  
Coordenadora do Programa de Pós-graduação em Contabilidade

**Banca Examinadora:**

---

Prof. Ernesto Fernando Rodrigues Vicente, Dr.  
Orientador  
Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC)

---

Prof. José Alonso Borba, Dr.  
Universidade Federal de Santa  
Catarina (UFSC)

---

Prof. Ernani Ott, Dr.  
Membro Externo  
(videoconferência)  
Universidade do Vale do Rio dos  
Sinos (UNISINOS)

---

Prof. Luiz Alberton, Dr.  
Universidade Federal de Santa  
Catarina (UFSC)

---

Prof. Silvio Hiroshi Nakao, Dr.  
Membro Externo  
(videoconferência)  
Universidade de São Paulo (USP)



À minha Família





## AGRADECIMENTOS

A Deus. Obrigado pela vida, pelas bênçãos alcançadas, por estar presente em todos os momentos, por ter me concedido saúde, paciência, paz e perseverança, elementos essenciais ao longo desta caminhada.

Aos meus pais, Celso e Sílvia, e à minha querida irmã Ariane, pessoas por quem serei eternamente grato, por todo o amor, carinho, apoio e incentivo ao longo de toda a minha vida. Também pela compreensão e força nos momentos em que estive ausente. Muito obrigado!

À minha esposa e amiga Rita. Muito obrigado pelo amor, carinho, dedicação, compreensão, paciência, companheirismo e apoio, direta e indiretamente, ao longo desta caminhada, sobretudo nos momentos em que minha saúde não nos ajudou durante a elaboração de nossas Teses.

Ao amigo e orientador, Prof. Dr. Ernesto Fernando Rodrigues Vicente, pelas palavras amigas, conhecimentos transmitidos, disponibilidade em ajudar e pelo estímulo para o desenvolvimento deste estudo. Ernest, muito obrigado por tudo!!!

Aos Professores que compuseram as Bancas de Qualificação e de Defesa da Tese, que dedicaram seus valiosos tempos, conhecimentos e esforços, e que tanto contribuíram para que este resultado fosse alcançado. A todos os Professores e à equipe do Programa de Pós-Graduação em Contabilidade (PPGC) da Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC).

A todos os colegas do PPGC/UFSC, em especial aos amigos Alcindo, Fernando, João, Mara e Silvana, pelo convívio, pelo apoio e pela constante troca de conhecimentos.

Aos colegas de trabalho e amigos da Universidade Estadual do Paraná (UNESPAR), por toda a colaboração, nos mais diferentes momentos, pelas palavras amigas e todo o incentivo recebido.



“Em geral, nove décimos de nossa felicidade baseiam-se exclusivamente na saúde. Com ela, tudo se transforma em fonte de prazer”.

*Arthur Schopenhauer*



## RESUMO

A Governança Corporativa (GC) oferece um conjunto de mecanismos de controle e de vinculação para mitigar o problema de agência. Este estudo tem como objetivo avaliar a relação entre os determinantes e os níveis de GC de empresas com ações negociadas na B3. Foi desenvolvido por meio de uma pesquisa documental com abordagem predominantemente quantitativa. A pesquisa tem como fundamento a Teoria da Agência e se baseia em um amplo levantamento de estudos que oferecem sustentação para o desenvolvimento da pesquisa, bem como para a avaliação das hipóteses estudadas. Foram utilizados dados de empresas integrantes do índice IBovespa referentes aos anos de 2015 e 2016. A amostra foi composta por 82 observações obtidas em relatórios financeiros de 41 empresas. Foram analisados os Formulários de Referência, Demonstrações Financeiras Padronizadas, Relatórios Anuais e de Sustentabilidade, Códigos de Conduta Ética, Políticas de Negociação de Valores Mobiliários, Estatutos Sociais, Comunicados ao Mercado referentes a substituições de auditores, listagem de ADRs disponibilizada pela JP Morgan, *Websites* de relações com investidores e o Setor de Atuação das empresas. Os dados foram avaliados com base em Estatísticas Descritivas, Teoria de Resposta ao Item (TRI) e Análise de Regressão Linear Múltipla. Por meio da TRI foi desenvolvida uma escala de avaliação das empresas de acordo com seus níveis de GC e a análise dos determinantes dos níveis de GC foi realizada mediante a aplicação da técnica de regressão. Os resultados permitem o estudo da estrutura de governança das empresas, bem como conhecer o grau de aplicação e efetividade dos fatores de GC apresentados pelas empresas. Os resultados oferecem também uma representação das dimensões que compõem a estrutura de governança das empresas, segundo a visão de *nexus* de contratos postulada pela Teoria da Agência. Por meio desta pesquisa é possível compreender quais mecanismos de controle e de vinculação são mais ou menos atendidos pelas empresas e como são atendidos. A escala de mensuração permite a comparação das diferentes empresas com base em um mesmo *continuum*. Nesta escala as empresas são classificadas nos níveis A, B, C e D, de acordo com a efetividade de aplicação dos mecanismos de controle e de vinculação. Ademais, o estudo permite avaliar os determinantes destes níveis de GC com base em características apresentadas pelas empresas. Os resultados da pesquisa sustentam que, dentre os atributos observáveis com base em informações contábeis, as empresas que possuem maiores níveis de GC são aquelas que com maiores oportunidades de investimentos e com

menores níveis de alavancagem financeira. Dentre os atributos não contábeis, constatou-se que possuem maiores níveis de GC as empresas que atuam em setores regulamentados, que têm menor tempo de listagem e que emitem ADRs. Estes resultados contribuem para o desenvolvimento de conhecimentos acerca das estruturas de governança das empresas e oferecem também contribuição para o avanço dos demais estudos das áreas de Contabilidade, Finanças, Governança e áreas afins que buscam compreender os reflexos da GC.

**Palavras-chave:** Determinantes; Governança Corporativa; Nível de Governança Corporativa; Dimensões de Governança Corporativa; Fatores de Governança Corporativa.

## ABSTRACT

Corporate Governance (CG) offers a set of control and alignment mechanisms to mitigate the agency problem. This study aims to evaluate the relationship between determinants and CG levels of companies with shares traded in B3. It was developed through archival research with a predominantly quantitative approach. The research is based on the Agency Theory and is based on a broad analysis of studies that provide support for the development of the research, as well as for the evaluation of the hypotheses studied. Companies data included in the IBovespa index for the years 2015 and 2016 were used. The sample consisted of 82 observations obtained from financial reports of 41 companies. The Reference Forms, Financial Statements, Annual and Sustainability Reports, Codes of Ethical Conduct, Securities Trading Policies, Social Bylaws, Notice to the Market regarding auditors' substitutions, listing of ADRs made available by JP Morgan, Investor Relations Websites and the Sector. The data were evaluated based on Descriptive Statistics, Item Response Theory (TRI) and Multiple Linear Regression Analysis. Through TRI, a scale was used to evaluate the companies according to their CG levels and the analysis of the determinants of CG levels was performed using the regression. The results allow the study of the GC Structure, as well as the degree of application and effectiveness of the CG factors presented by companies. The results also provide a representation of the dimensions that make up the governance structure of companies, according to the nexus view of contracts postulated by the Agency Theory. This research allows to understand which control and alignment mechanisms are more or less attended to by the companies and how they are attended. The measurement scale allows the comparison of different companies based on the same continuum. In this scale the companies are classified in the levels A, B, C and D, according to the effectiveness of the application of control and alignment mechanisms. In addition, the study allows to evaluate the determinants of these CG levels based on characteristics presented by the companies. The results of the research support that, among the attributes observable based on accounting information, the companies that have higher levels of CG are those with greater investment opportunities and with lower levels of financial leverage. Among the non-accounting attributes, it was found that companies that operate in regulated sectors, which have less listing time and issue ADRs, have higher levels of CG. These results contribute to the development of knowledge about Corporate Governance Structures and also contribute to the advancement of other

studies in the areas of Accounting, Finance, Governance and related areas that seek to understand the CG effects.

**Keywords:** Determinants; Corporate Governance; Corporate Governance Level; Corporate Governance Dimensions; Corporate Governance Factors.



## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Resultados da análise clássica dos itens da dimensão “Estrutura de Propriedade” .....	166
Tabela 2 – Resultados da análise clássica dos itens da dimensão “Conselho de Administração” .....	169
Tabela 3 – Resultados da análise clássica dos itens da dimensão “Gestão” .....	172
Tabela 4 – Resultados da análise clássica dos itens da dimensão “Evidenciação e <i>accountability</i> ” .....	174
Tabela 5 – Resultados da análise clássica dos itens da dimensão “Auditoria” .....	177
Tabela 6 – Resultados da análise clássica dos itens da dimensão “ <i>Stakeholders</i> ” .....	178
Tabela 7 – Capacidade de discriminação dos mecanismos (itens) da dimensão “Estrutura de Propriedade” .....	181
Tabela 8 – Capacidade de discriminação dos mecanismos (itens) da dimensão “Conselho de Administração” .....	183
Tabela 9 – Capacidade de discriminação dos mecanismos (itens) da dimensão “Gestão” .....	185
Tabela 10 – Capacidade de discriminação dos mecanismos (itens) da dimensão “Evidenciação e <i>accountability</i> ” .....	187
Tabela 11 – Capacidade de discriminação dos itens da dimensão “Auditoria” .....	187
Tabela 12 – Capacidade de discriminação dos itens da dimensão “ <i>Stakeholders</i> ” .....	188
Tabela 13 – Dificuldade de atendimento dos mecanismos (itens) da dimensão “Estrutura de Propriedade” .....	191
Tabela 14 – Dificuldade de atendimento dos itens do “Cons. de Administração” .....	193
Tabela 15 – Dificuldade de atendimento dos itens da dimensão “Gestão” .....	196
Tabela 16 – Dificuldade de atendimento dos mecanismos (itens) da dimensão “Evidenciação e <i>accountability</i> ” .....	198
Tabela 17 – Dificuldade de atendimento dos mecanismos (itens) da dimensão “Auditoria” .....	199
Tabela 18 – Dificuldade de atendimento dos mecanismos (itens) da dimensão “ <i>Stakeholders</i> ” .....	200
Tabela 19 – Níveis de GC das empresas para o ano de 2016.....	212
Tabela 20 – Níveis de GC das empresas para o ano de 2015.....	214
Tabela 21 – Estatísticas descritivas das variáveis numéricas.....	217

Tabela 22 – Modelo de regressão dos Determinantes dos Níveis de GC	219
Tabela 23 - Testes de Correlação de Pearson.....	223

## LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Visão geral da Teoria da Agência .....	47
Quadro 2 – Tipos de problemas de agência, segundo Byrd, Parrino e Pritsch (1998).....	57
Quadro 3 – Dimensões e fatores de GC .....	61
Quadro 4 – Competências do Conselho de Administração atribuídas pela Legislação Societária.....	70
Quadro 5 – Síntese dos estudos realizados na Europa.....	90
Quadro 6 – Síntese dos estudos realizados na América do Norte .....	92
Quadro 7 – Síntese dos estudos realizados na América do Sul .....	95
Quadro 8 – Síntese dos estudos realizados na Ásia.....	99
Quadro 9 – Síntese dos demais estudos classificados em outros países .....	104
Quadro 10 – Construto para o objetivo específico “a” .....	124
Quadro 11 – Construto para o objetivo específico “b” .....	126
Quadro 12 – Construto para o objetivo específico “c” .....	127
Quadro 13 – Lista de Variáveis <i>dummy</i> para os setores de atuação das empresas.....	130
Quadro 14 – <i>Checklist</i> da dimensão “Estrutura de propriedade” .....	133
Quadro 15 – <i>Checklist</i> da dimensão “Conselho de administração” ....	135
Quadro 16 – <i>Checklist</i> da dimensão “Gestão” .....	138
Quadro 17 – <i>Checklist</i> da dimensão “Evidenciação e <i>accountability</i> ”	141
Quadro 18 – <i>Checklist</i> da dimensão “Auditoria” .....	143
Quadro 19 – <i>Checklist</i> da dimensão “ <i>Stakeholders</i> ” .....	144
Quadro 20 – Documentos para de coleta de dados.....	148
Quadro 21 – Fontes de coleta de dados da dimensão “Estrutura de Propriedade”.....	150
Quadro 22 – Fontes de coleta de dados da dimensão “Conselho de Administração” .....	151
Quadro 23 – Fontes de coleta de dados da dimensão “Gestão” .....	152
Quadro 24 – Fontes de coleta de dados da dimensão “Evidenciação e <i>accountability</i> ” .....	152
Quadro 25 – Fontes de coleta de dados da dimensão “Auditoria” .....	154
Quadro 26 – Fontes de coleta de dados da dimensão “ <i>Stakeholders</i> ”. 154	
Quadro 27 – Critério para definição das categorias de níveis de GC..	159
Quadro 28 – Características requeridas para atendimento dos fatores de GC .....	203
Quadro 29 – Classificação em categorias de níveis de GC .....	212
Quadro 30 – Síntese dos resultados dos testes de hipóteses.....	231



## LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Trajetória epistemológica da Teoria da Agência .....	46
Figura 2 – Visão dimensional dos mecanismos de GC .....	78
Figura 3 – Pressupostos sobre a natureza da Ciência Social .....	111
Figura 4 – Paradigmas para análise da Teoria Social.....	112
Figura 5 – Classificação da pesquisa.....	114
Figura 6 – Síntese dos elementos que compõem a pesquisa documental .....	116
Figura 7 – Critérios para definição de níveis “âncora” .....	127
Figura 8 – Distribuição dos fatores entre as dimensões de GC.....	145
Figura 9 – Seleção das empresas da amostra.....	147
Figura 10 – Fontes de coleta de dados .....	149
Figura 11 – Desenho da pesquisa.....	162
Figura 12 – Conjunto de dimensões e fatores para mensuração dos níveis de GC.....	180
Figura 13 - Curvas Características dos fatores (itens) de GC.....	190
Figura 14 – Escala dos Níveis de GC exigidos para atendimento dos itens .....	202
Figura 15 – Classificação dos níveis de GC no ano de 2016 .....	214
Figura 16 – Classificação dos níveis de GC no ano de 2015 .....	216



## LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

3SLS - Mínimos Quadrados em Três Estágios  
ADR - *American Depositary Receipts*  
B3 - Bolsa de Valores resultante da fusão entre BM&FBovespa e Cetip (A partir de 03/2017)  
BACEN - Banco Central  
BM&FBOVESPA - Bolsa de Valores de São Paulo (Até 03/2017)  
CAPM - *Capital Asset Pricing Model*  
CCI - Curva Característica de Informação  
CEO - *Chief Executive Officer*  
CFC - Conselho Federal de Contabilidade  
CI - Controle Interno  
CLSA - *Credit Lyonnais Security Asia*  
COBIT® - *Framework, Control Objectives for Information and Related Technologies*  
COCO - *Criteria of Control*  
COSO - *Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission*  
CPC - Comitê de Pronunciamentos Contábeis  
CVM - Comissão de Valores Mobiliários  
DFC - Demonstração dos Fluxos de Caixa  
DFP - Demonstrações Financeiras Padronizadas  
ERM - *Enterprise Risk Management*  
ESOP - Programa de Opções de Ações  
FGLS – Mínimos Quadrados Generalizados  
FR - Formulário de Referência  
GC - Governança Corporativa  
GDO - Gerenciamento de Resultados por Decisões Operacionais  
GRC - Gerenciamento de Riscos Corporativos  
GRI - *Global Reporting Initiative*  
HAC - Estimador de Erros Padrão Robustos  
IBOVESPA - Índice Bovespa  
IFRS - *International Financial Reporting Standards*  
IIRC - *International Integrated Reporting Council*  
IR - Informação Relevante  
IRRC - *Investor Responsibility Research Center*  
ITIL® - *Information Technology Infrastructure Library*  
ITR - Informações Trimestrais  
ML2P - Modelo Logístico de 2 Parâmetros  
MQO - Mínimos Quadrados Ordinários

N1 - Nível 1 de Governança Corporativa  
N2 - Nível 2 de Governança Corporativa  
NBC PA - Normas Brasileiras de Contabilidade - Profissional de Auditoria  
NBC TA - Normas Brasileiras de Contabilidade - Técnicas de Auditoria  
NDGC - Níveis Diferenciados de Governança Corporativa  
NE - Nota Explicativa  
NM - Novo Mercado  
NPGO - Núcleo de Pesquisas em Governança nas Organizações  
NYSE - *New York Stock Exchange*  
OECD - Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico  
OLS - Mínimos Quadrados Ordinários  
PNVM - Política de Negociação com Valores Mobiliários  
PPGC - Programa de Pós-Graduação em Contabilidade  
PSJ - Processos Sancionadores Julgados  
RA - Relatório Anual  
REIT - *Real Estate Investment Trusts*  
RI - Relações com Investidores  
ROA - Retorno sobre o Ativo  
ROE - Retorno sobre o Patrimônio Líquido  
SEC - *Securities and Exchange Commission*  
SOX - Lei Sarbanes Oxley  
TCT - Teoria Clássica dos Testes  
TRI - Teoria de Resposta ao Item  
VIF - Fator de Inflação de Variância  
WLS - Mínimos Quadrados Ponderados



## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO</b> .....	<b>27</b>
1.1 PROBLEMA DA PESQUISA .....	30
1.2 OBJETIVOS .....	36
<b>1.2.1 Objetivo geral</b> .....	<b>36</b>
<b>1.2.2 Objetivos específicos</b> .....	<b>36</b>
1.3 JUSTIFICATIVA E CONTRIBUIÇÃO DO ESTUDO .....	36
1.4 A TESE .....	41
1.5 ESTRUTURA DO TRABALHO .....	43
<b>2 BASE TEÓRICA</b> .....	<b>45</b>
2.1 TRAJETÓRIA EPISTEMOLÓGICA .....	45
<b>2.1.1 Propriedade e controle</b> .....	<b>48</b>
<b>2.1.2 Conflito de agência</b> .....	<b>50</b>
<b>2.1.3 Custos de agência</b> .....	<b>51</b>
<b>2.1.4 Firma como ficção legal (nexus de contratos)</b> .....	<b>52</b>
2.2 REVISÃO DA LITERATURA .....	54
<b>2.2.1 Teoria da Agência</b> .....	<b>54</b>
2.2.1.1 <i>O problema agente-principal e suas consequências</i> .....	55
2.2.1.2 <i>Teoria da Agência e Governança Corporativa (GC)</i> .....	59
<b>2.2.2 Dimensões e fatores de GC (perspectiva contratual)</b> .....	<b>61</b>
2.2.2.1 <i>Estrutura de propriedade</i> .....	65
2.2.2.2 <i>Conselho de administração</i> .....	68
2.2.2.3 <i>Gestão</i> .....	71
2.2.2.4 <i>Evidenciação e accountability</i> .....	73
2.2.2.5 <i>Auditoria</i> .....	74
2.2.2.6 <i>Stakeholders</i> .....	75
2.2.2.7 <i>Estrutura de GC</i> .....	76
<b>2.2.3 Estudos sobre a relevância da Governança Corporativa (GC)</b> .....	<b>80</b>
<b>2.2.4 Determinantes dos níveis de GC</b> .....	<b>86</b>
2.2.4.1 <i>Atributos contábeis</i> .....	86
2.2.4.2 <i>Atributos não contábeis</i> .....	89
2.2.4.3 <i>Estudos anteriores</i> .....	90
2.3 POSICIONAMENTO TEÓRICO .....	108
<b>3 ESTRATÉGIA METODOLÓGICA</b> .....	<b>111</b>
3.1 PARADIGMA DA PESQUISA .....	111
3.2 DELINEAMENTO METODOLÓGICO .....	113
3.3 HIPÓTESES DA PESQUISA .....	116
3.4 CONSTRUTO DA PESQUISA .....	124

3.5 CHECKLIST DE DIMENSÕES E FATORES DE GOVERNANÇA CORPORATIVA .....	132
3.6 POPULAÇÃO E AMOSTRA.....	145
3.7 FORMAS DE COLETA DOS DADOS .....	148
3.8 PROCEDIMENTOS DE ANÁLISE DE DADOS.....	155
3.9 AVALIAÇÃO DOS NÍVEIS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (GC).....	155
<b>3.9.1 Avaliação da capacidade de mensuração dos mecanismos (fatores de Governança) .....</b>	<b>156</b>
<b>3.9.2 Estimação dos coeficientes de discriminação e de dificuldade .....</b>	<b>157</b>
<b>3.9.3 Mensuração dos níveis de GC .....</b>	<b>158</b>
3.10 ANÁLISE DE DETERMINANTES.....	159
<b>3.10.1 Análise exploratória de dados .....</b>	<b>160</b>
<b>3.10.2 Análise de pressupostos do modelo de regressão.....</b>	<b>160</b>
3.11 DESENHO DA PESQUISA .....	161
3.12 LIMITAÇÕES DA PESQUISA.....	163
<b>4 ANÁLISE DE DADOS E RESULTADOS.....</b>	<b>165</b>
4.1 AVALIAÇÃO DOS MECANISMOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA .....	165
<b>4.1.1 Análise preliminar.....</b>	<b>166</b>
<b>4.1.2 Capacidade de discriminação dos mecanismos de GC .....</b>	<b>180</b>
<b>4.1.3 Dificuldade de atendimento dos mecanismos de GC .....</b>	<b>191</b>
<b>4.1.4 Escala de mensuração dos fatores (itens).....</b>	<b>202</b>
4.2 MENSURAÇÃO DOS NÍVEIS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA .....	211
4.3 DETERMINANTES DOS NÍVEIS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA .....	217
4.4 REESTIMAÇÃO E ORDENAÇÃO/POSICIONAMENTO DOS NÍVEIS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA .....	222
4.5 DISCUSSÃO TEÓRICO-EMPÍRICA.....	224
4.6 FECHAMENTO DO CAPÍTULO .....	228
<b>5 CONCLUSÃO.....</b>	<b>233</b>
<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>237</b>

# 1 INTRODUÇÃO

A governança corporativa (GC) consiste em um conjunto de práticas e mecanismos de controle e de vinculação para mitigar efeitos nocivos decorrentes da separação entre propriedade e controle. A mitigação destes efeitos ocorre por meio do alinhamento de interesses entre principal e agente, monitoramento das atitudes e decisões, aumento da transparência no processo de gestão, redução de assimetria e viés informacional, tratamento igualitário (justo) aos acionistas, redução de custos de agência, entre outros (LARCKER; RICHARDSON; TUNA, 2007).

Tsipouri e Xanthakis (2004) enfatizam que a principal questão que a GC visa solucionar é o problema de agência. Consideram que este problema envolve o conflito decorrente da separação entre propriedade e controle, e a incerteza dos investidores quanto à efetiva aplicação de recursos em projetos atrativos e viáveis. Práticas de governança são necessárias para salvaguarda dos interesses de diversos *stakeholders* (AL-MALKAWI; PILLAI; BHATTI, 2014) e proporcionam ganhos para investidores externos pelo aumento do valor da empresa (BALASUBRAMANIAN; BLACK; KHANNA, 2010). Boas práticas de governança auxiliam as empresas a utilizarem eficientemente seu capital, manter a confiança dos investidores e obter financiamentos de longo prazo (CHEN *et al.*, 2007).

Os benefícios resultantes das práticas de GC são diversificados. Resultados de estudos demonstram reflexos internos e externos nas empresas, tanto em termos administrativos, como operacionais e de mercado. Os reflexos podem ser variações no valor de mercado das empresas (AMAN; NGUYEN, 2008; AMMANN; OESCH; SCHMID, 2011), melhoria do desempenho econômico-financeiro (KLAPPER; LOVE, 2004; GUPTA; KRISHNAMURTI; TOURANI-RAD, 2013; FARAG; MALLIN; OW-YONG, 2014), melhoria do desempenho no mercado de capitais (DROBETZ; SCHILLHOFER; ZIMMERMANN, 2004; BEINER *et al.*, 2006; BLACK; JANG; KIM, 2006; BLACK; LOVE; RACHINSKY, 2006; BROWN; CAYLOR, 2006; CHEN *et al.*, 2007; BEBCHUK; COHEN; FERRELL, 2009; BAUER; EICHHOLTZ; KOK, 2010; BALASUBRAMANIAN; BLACK; KHANNA, 2010) e redução do gerenciamento de resultados (SHEN; CHIH, 2007).

Os reflexos gerados pela GC são amplamente discutidos na literatura. Esta discussão envolve, entre seus aspectos mais críticos, a efetividade dos benefícios da GC. A literatura apresenta estudos voltados à importância da GC. Farber (2005) discute uma questão

central que é se a GC importa. No contexto abordado por Farber (2005) está o reestabelecimento da confiança e da credibilidade da informação contábil após a ocorrência de casos de fraudes em empresas norte-americanas. Analogamente, Cheung, et al. (2008) trata da questão sobre se a GC importa na China. A este respeito, os resultados de Cheung, et al. (2008) se contrapõem aos de Farber (2005). Enquanto nos Estados Unidos a GC foi observada como um fator de importância, na China houve a constatação de que os benefícios da GC não são plenamente incorporados ao valor atribuído às empresas detentoras de melhores práticas de governança. De toda a discussão gerada, a expectativa relativa a esta questão é a de que empresas com melhores práticas de governança tenham maiores benefícios em relação às empresas que não tenham boas estruturas de governança. Contudo, a questão sobre se a GC realmente importa merece atenção.

Complementarmente, estudos mais recentes de Bebchuk, Cohen e Ferrell (2009) e Black, Carvalho e Gorga (2012) investigam o que, de fato, importa na GC. Esta abordagem busca respostas que auxiliam na compreensão da importância da GC. A combinação dos estudos sobre o que importa na GC e se a GC importa permite ampliar a noção e a percepção dos reflexos gerados pelo desenvolvimento de estruturas robustas de GC. Possibilita também compreender questões como a relevância da GC para os propósitos empresariais, uma vez que a adoção de práticas de governança representam gastos e investimentos a serem absorvidos pelas empresas. Esta discussão é necessária, dentre outras questões, para a compreensão dos custos e benefícios relacionados à adoção de mecanismos de GC.

Em linhas gerais, a partir das discussões encontradas na literatura, deve-se salientar que os reflexos da GC são originados em função da concepção e estruturação dos conjuntos de práticas e mecanismos de monitoramento (controle) e alinhamento entre agente e principal para mitigação de problemas de agência (HO, 2005). Estes conjuntos de mecanismos compõem a estrutura global de GC de uma empresa (HO, 2005; BRICKLEY; ZIMMERMAN, 2010). Em outras palavras, a estrutura de GC é composta pela interação de diferentes mecanismos de controle e vinculação.

O conjunto de práticas e mecanismos que constituem a estrutura de GC caracteriza-se pela interação de fatores que compõem dimensões de governança (KLAPPER; LOVE, 2004). Os fatores são definidos como elementos que expressam características de governança praticadas pelas empresas. Representam os diferentes mecanismos de controle e de vinculação que são aplicados para estruturação da governança nas

empresas (HO, 2005). As dimensões são definidas como o agrupamento dos fatores de governança (KLAPPER; LOVE, 2004).

Uma empresa é composta por *nexus* de contratos (COASE, 1937; JENSEN; MECKLING, 1976). Os *nexus* são definidos como elos entre os contratos que compõem a estrutura de governança de uma empresa (BRICKLEY; ZIMMERMAN, 2010). Os contratos funcionam como regras que especificam direitos e deveres de cada agente (FAMA; JENSEN, 1983). As dimensões de gestão e auditoria, por exemplo, têm *nexus* contratuais representados pelo monitoramento do gestor por parte do auditor. O gestor, por sua vez, desempenha um papel contratual que deve envolver a tomada de decisão em favor do(s) proprietário(s). Deste modo, cada elemento na estrutura de *nexus* contratuais possui uma função estabelecida para o alcance dos propósitos da GC.

São inúmeros os contratos que se unem na composição de uma estrutura de GC. Estes são representados por elementos na forma de mecanismos e práticas de GC, tratados como dimensões e fatores ao longo do estudo. Estes contratos são projetados conjuntamente e mudam ao longo do tempo, e o sistema de GC é definido, em grande parte, por estes vários contratos (BRICKLEY; ZIMMERMAN, 2010).

Entretanto, além da complexidade inerente que envolve a reunião de diferentes mecanismos de controle e de vinculação na forma de uma estrutura global de GC, sob a visão de *nexus* de contratos, postulada por Coase (1937) e Jensen e Meckling (1976), há a necessidade de conhecimento acerca destes mecanismos. A composição da estrutura global de GC demanda conhecimento acerca da aplicação e do funcionamento dos diferentes mecanismos de controle e de vinculação. Isto requer a adoção de um *mix* de mecanismos expressos por dimensões e fatores de GC. O conhecimento acerca desta reunião de dimensões e fatores é essencial para que se possa compreender a efetividade na aplicação dos mecanismos de controle e de vinculação para mitigação do problema de agência.

A efetividade na aplicação dos mecanismos de controle e de vinculação reflete no nível de GC. De acordo com Chung, Elder e Kim (2010), o nível de GC é definido como uma representação da efetividade dos mecanismos de controle e vinculação expressos por características das empresas, estruturados em dimensões e fatores de GC. Empresas com maior efetividade em suas práticas de GC, ou seja, com maiores níveis de GC, possuem capacidade superior de mitigar problemas de agência.

Para obtenção de conhecimento acerca da efetividade dos mecanismos de controle e de vinculação é necessário estudar a interação

entre estas dimensões e fatores de GC, de modo a representar a estrutura global de governança das empresas (HO, 2005). A partir desta investigação, com a representação da estrutura de GC, sob a forma de diferentes mecanismos, há também a necessidade de estudo do nível de GC. Isto possibilita avaliar e compreender a contribuição dos mecanismos de controle e de vinculação na estruturação da governança das empresas.

Deste modo, é pertinente salientar, para os fins desta Tese, que não se confunde o nível de GC aqui tratado com os NDGCs da B3. A B3 é resultante da fusão entre a BM&FBovespa e a Cetip, ocorrida em março de 2017 (B3, 2018). A Cetip é uma empresa privada integradora do mercado financeiro que oferece serviços de registro, central depositária, negociação e liquidação de ativos e títulos (CETIP, 2018). Os NDGCs da B3 são classificados como Mercado Tradicional (MT), Nível 1 (N1), Nível 2 (N2) e Novo Mercado (NM).

Define-se, portanto, nesta Tese que o nível de GC é uma representação da capacidade que as empresas têm para mitigar problemas de agência, por meio de sua estrutura de GC. É expresso por uma unidade quantitativa de medida, em um mesmo *continuum*, que varia entre valores negativos (níveis menos elevados de GC) e positivos (níveis mais elevados de GC). Além da unidade quantitativa, para fins de classificação, é segregado em classes qualitativas de GC (Níveis A, B, C e D).

As estruturas de GC representadas por este nível de GC reúnem diferentes fatores (contratos) em seis dimensões. Estas dimensões compreendem “estrutura de propriedade”, “gestão”, “conselho de administração”, “evidenciação e *accountability*”, “auditoria” e “*stakeholders*”. Este nível de GC reconhece a inter-relação entre os diferentes fatores (contratos) que compõem as dimensões, bem como os graus de dificuldade que cada fator possui para ser atendido pelas empresas. Considera também a capacidade de diferenciação entre empresas que cada fator possibilita.

## 1.1 PROBLEMA DA PESQUISA

Em meio a todas as discussões acerca da importância da GC, em especial, se ela importa e o que importa, destaca-se a necessidade de pesquisas que gerem conhecimento sobre as estruturas de governança das empresas. Isto porque, para que seja possível conhecer aspectos da governança, se a GC realmente importa para as empresas e seus interessados, bem como quais de suas características importam, é

preciso que se tenha uma representação confiável da estrutura global de governança das empresas. Somente com base em uma representação confiável é possível obter conhecimento acerca dos efetivos reflexos gerados pela GC.

No âmbito da firma, as relações entre principal e agente são regidas por diferentes contratos, cada um com propósitos específicos estabelecidos. São contratos entre gestores e proprietários, entre conselheiros de administração e proprietários, entre auditores e proprietários, entre outros. Estes contratos representam as práticas e os mecanismos que integram as estruturas de GC. Assim, a representação da efetividade dos mecanismos de GC, expressa pelos níveis de GC, deve levar em consideração os *nexus* de contratos que compõem as estruturas de governança das empresas (BRICKLEY; ZIMMERMAN, 2010).

Para que estes diferentes contratos sejam adequadamente representados em uma estrutura global de GC, algumas questões devem ser atendidas. Primeiramente, as características que expressam a efetividade da GC não devem se limitar a dimensões e fatores específicos (KLEIN; SHAPIRO; YOUNG, 2005). A partir da revisão dos estudos apresentados no Capítulo 2, identificou-se uma ampla dispersão de dimensões e fatores, que em muitos casos se restringem a poucas ou apenas uma dimensão de GC. Isto decorre da simplificação na avaliação da estrutura de GC pela escolha de fatores pertencentes a somente alguma(s) dimensão(ões). De acordo com Ho (2005), ainda são encontrados estudos que se propõem a estudar níveis de GC, mas que consideram apenas fatores relacionados ao conselho de administração. Não consideram outros fatores pertencentes a dimensões como gestão, auditoria e estrutura de propriedade. Todos estes fatores fazem parte da estrutura de GC e devem ser estudados. Isto porque, pela ausência de fatores que representem os diferentes *nexus* de contratos, tem-se um risco eminente de não se estar considerando efetivamente uma estrutura global de GC.

Ademais, a GC não deve ser praticada como um exercício de conformidade para atendimento de requisitos contratuais mínimos (*Box-Checking Exercise*) (BOZEC; DIA, 2012). Isto porque, a checagem de aderência a um padrão simplista de governança pode levar a conclusões equivocadas, como o de que a empresa atende a tudo o que é exigido. No entanto, não é possível afirmar que o atendimento a essas exigências mínimas é suficiente para que os benefícios da GC sejam efetivos. Devem-se considerar padrões de GC com requisitos que expressem

dimensões e fatores necessários ao atendimento do objetivo de atenuar o conflito de agência.

Não é razoável admitir que somente fatores que compõem a dimensão conselho de administração sejam capazes de mitigar o conflito de agência. Auditores, conselheiros de administração e outros agentes são necessários para garantir um maior controle e vinculação entre interesses e objetivos de agente e principal. Quando a GC é concebida com base em uma quantidade restrita de fatores e dimensões, como é o caso de estudos que somente consideram o conselho de administração, acabam não abordando aspectos relacionados a outros fatores e dimensões que compõem a estrutura global de GC (HO, 2005; KLEIN; SHAPIRO; YOUNG, 2005). Estes aspectos devem representar os diferentes contratos que compõem uma empresa (COASE, 1937; JENSEN; MECKLING, 1976).

Bushman e Smith (2001) também chamam a atenção para o fato de que as práticas e os mecanismos de GC não atuam de forma separada, isto é, há uma interação constante entre mecanismos. Em outras palavras, a atuação de um órgão que compõe a estrutura de governança de uma empresa, por exemplo, o conselho de administração, acarreta em implicações em outras partes da estrutura, como na gestão.

Cravens e Wallace (2001) asseveram que há pouca atenção aos efeitos globais da combinação de atributos (mecanismos) que compõem as estruturas de GC. A inobservância das interações entre estes atributos, ou sua consideração fragmentada, tem como consequência a impossibilidade de uma avaliação confiável dos níveis de GC. Para Ho (2005), todo e qualquer estudo de níveis de GC requer não somente um mapeamento da gama de mecanismos de GC disponíveis, como também a identificação de potencial interação entre eles.

Os conjuntos de práticas e mecanismos de GC, representados por diferentes medidas (fatores e dimensões) de governança, podem afetar substancialmente os *stakeholders* (BEBCHUK; COHEN; FERRELL, 2009). Neste contexto, uma reflexão necessária é que se a GC proporciona reflexos às empresas e aos *stakeholders*, o estudo da efetividade das práticas de governança deve ser capaz de refletir o nível efetivo de GC praticado pelas empresas. Isto, para que estes *stakeholders* não sejam prejudicados por uma representação simplista, ou seja, que não agrega conhecimento acerca do funcionamento da estrutura de governança das empresas.

No contexto da Teoria da Agência, pela discricionariedade dos agentes e a propensão a escolhas que não sejam efetivamente maximizadoras do interesse e da riqueza do principal (JENSEN;



MECKLING, 1976), alguns pontos devem ser considerados. É necessário que a gestão e os demais órgãos internos das empresas não realizem somente práticas cerimoniais. Práticas cerimoniais são aquelas que não contribuem efetivamente com a mitigação do conflito de agência (BOZEC; DIA, 2012). Podem ser práticas proforma, como uma grande quantidade de convocações de reuniões do comitê de auditoria, sem a existência de pautas efetivas de discussão. Nestes casos, ao invés de considerar que os membros do comitê de auditoria se reúnem muitas vezes (sempre que necessário), é preciso verificar se estão efetivamente contribuindo com a governança da empresa. Também é preciso ter cautela com práticas de cumprimento a apenas requisitos contratuais mínimos (*Box-Checking Exercise*), pois isto pode induzir os *stakeholders* a terem uma visão equivocada da estrutura de governança das empresas (BOZEC; DIA, 2012).

Caso não haja a consideração de um amplo conjunto de características como dimensões e fatores que compõem as estruturas de governança efetivamente mantidas pelas empresas, há um risco de ocorrência de problemas, inclusive financeiros e de reputação, decorrente de tomadas de decisão desacertadas. Algumas destas decisões, após serem tomadas, acarretam em prejuízos consideráveis aos envolvidos e tendem a trazer consequências ainda mais graves. Assim, estudos de governança concebidos, de acordo com uma visão de *nexus* de contratos, podem contribuir com a mitigação deste risco e com um instrumento de apoio à tomada de decisão.

Entretanto, a tarefa de avaliar a contribuição que as dimensões e fatores agregam às estruturas de GC é complexa. Essa complexidade se deve, principalmente, às inter-relações entre dimensões e fatores, bem como às diferenças de dificuldade para atendimento de cada fator e da capacidade de diferenciação entre empresas que os fatores possuem. São muitos fatores encontrados na literatura e demandam *expertise* na área de GC para serem avaliados por investidores e outros *stakeholders*. Em outras palavras, exige um nível de sofisticação elevado dos indivíduos que pretendam avaliar a efetividade das estruturas de GC.

Como contribuição ao estudo da efetividade das estruturas de governança (nível de GC) apresentadas pelas organizações, os determinantes de níveis de GC podem auxiliar na compreensão dos reflexos dos mecanismos de controle e de vinculação nas estruturas de governança das empresas (KLAPPER; LOVE, 2004; BEINER *et al.*, 2006; KHANCHEL, 2007; CONNELLY; LIMPAPHAYOM; NAGARAJAN, 2012; FARAG; MALLIN; OW-YONG, 2014).

De acordo com Khanchel (2007), os determinantes são características que explicam a variação (aumentos e diminuições) nos níveis de GC das empresas. Não se tratam de características próprias (diretas) da estrutura de GC, mas são características gerais (observáveis em balanços e outros relatórios), apresentadas pelas empresas e que se constituem em possíveis fatores explicativos da efetividade das estruturas de GC (nível de GC). São características representativas da efetividade da governança das empresas, mas que não se constituem propriamente como dimensões e fatores de GC.

Quanto ao papel destes determinantes, cabe salientar que, após o estudo de uma ampla quantidade de fatores e dimensões, é salutar conhecer características alternativas das empresas que permitam entender e comparar as estruturas de GC. Em outras palavras, muitos interessados (investidores e outros *stakeholders*) podem ter nestes determinantes uma explicação mais simples e direta para a efetividade das estruturas de GC. Isto é, sem terem que avaliar toda a complexa gama de dimensões e fatores das estruturas de GC.

As características das empresas que podem explicar variações nos níveis de GC compreendem variáveis comumente encontradas em demonstrações contábeis e em outros relatórios gerados pelas empresas e que são divulgados publicamente. Isto é pertinente e viável para que uma gama de indivíduos, que inclui investidores e outros *stakeholders*, possa avaliar a efetividade das estruturas de GC, sem exigir especialização na área de GC.

Entre as características encontradas na literatura que podem explicar essa variação nos níveis de GC (determinantes) estão o grau de intangibilidade (BEINER *et al.*, 2006; KHANCHEL, 2007), o tamanho da empresa (PINCUS; RUSBARSKY; WONG, 1989; KLAPPER; LOVE, 2004; BEINER *et al.*, 2006; KHANCHEL, 2007; BAUER; EICHHOLTZ; KOK, 2010; CONNELLY; LIMPAPHAYOM; NAGARAJAN, 2012), as oportunidades de investimentos (KHANCHEL, 2007), a alavancagem financeira (ADAMS, 1997; BAUER; EICHHOLTZ; KOK, 2010), a atuação em setores regulamentados (FIRTH; RUI, 2007), a emissão de ADRs (KLAPPER; LOVE, 2004) e o tempo de listagem em bolsa (FARAG; MALLIN; OW-YONG, 2014). Estes determinantes são segregados no presente trabalho entre atributos contábeis, que são observáveis a partir das demonstrações financeiras, e atributos não contábeis, encontrados em relatórios não financeiros.

Com base nos pontos discutidos ao longo desta seção, tem-se que as estruturas de GC são compostas por uma complexa gama de

dimensões e fatores que expressam os *nexus* de contratos que compõem as empresas. Por sua vez, percebe-se na literatura uma ausência de integração entre diferentes dimensões e fatores de GC. Os estudos sobre o tema (vide referencial teórico) não consideram de maneira abrangente estes diferentes fatores (contratos). Por estes motivos, a representação dos diferentes mecanismos de controle e de vinculação para mitigação do problema de agência fica comprometida.

Por um lado, destaca-se a complexidade inerente à reunião dos diferentes fatores e dimensões de GC, fragmentados ao longo do corpo de literatura sobre o tema. Constituem desafios para o estudo dos níveis de GC o mapeamento das inter-relações entre fatores, as diferenças de dificuldade para atendimento de cada fator e a capacidade de diferenciação entre as empresas que cada um destes fatores possui. Isto é relevante, pois há uma necessidade premente de diferenciação dos níveis de GC entre diferentes empresas que negociam ações no mercado de capitais.

Por outro lado, especificamente, no caso do Brasil, verifica-se um amplo uso dos NDGCs da B3 para simplificação desta visão acerca da governança das empresas. Entretanto, há uma grande quantidade de empresas classificadas em níveis de excelência, segundo os NDGCs da B3. Evidentemente que, mesmo que estejam em um mesmo ambiente contratual, por exemplo, o Novo Mercado, as empresas que fazem parte deste segmento não são iguais em relação à capacidade de mitigarem o problema de agência.

Assim, nesta Tese, além do estudo de fatores e dimensões de GC dispersos ao longo do corpo de literatura, buscou-se uma forma de tornar a comparação dos níveis de GC viável e acessível para indivíduos que não tenham *expertise* em GC, o que inclui investidores e outros *stakeholders*. A ideia é que com o conhecimento de características mais comuns, encontradas nos relatórios das empresas, seja possível conhecer a efetividade das estruturas de GC de cada empresa.

Para isto, é preciso avaliar se alguma(s) característica(s) é(são) capaz(es) de explicar o comportamento do nível de GC e sua relação com a estrutura de governança das empresas. Com isto, é possível conhecer características (determinantes) de empresas que possuem estruturas de GC mais (menos) robustas. Se são maiores ou menores, se possuem maior ou menor volume de ativos intangíveis, se são mais ou menos endividadas, entre outras características.

Neste contexto, a presente Tese tem como intuito responder à seguinte questão de pesquisa: **Qual a relação entre os determinantes e os níveis de GC de empresas com ações negociadas na B3?**

## 1.2 OBJETIVOS

Para resposta à questão de pesquisa são estabelecidos o objetivo geral e os objetivos específicos.

### 1.2.1 Objetivo geral

Avaliar a relação entre os determinantes e os níveis de GC de empresas com ações negociadas na B3.

### 1.2.2 Objetivos específicos

Para atendimento ao objetivo geral estabeleceram-se os seguintes objetivos específicos:

- a) Identificar um conjunto de dimensões para mensuração dos níveis de GC das empresas com ações negociadas na B3;
- b) Mensurar os níveis de GC das empresas a partir de dimensões e fatores de GC;
- c) Examinar atributos contábeis e não contábeis como determinantes dos níveis de GC das empresas;
- d) Reestimar os níveis de GC das empresas, de acordo com os determinantes identificados;
- e) Propor o ordenamento/posicionamento das empresas, conforme os determinantes identificados.

## 1.3 JUSTIFICATIVA E CONTRIBUIÇÃO DO ESTUDO

Ainda que se tenham na literatura diferentes pesquisas sobre as estruturas de GC, a análise dos estudos de Smith e Warner (1979), Bushman e Smith (2001), Klapper e Love (2004), Klein, Shapiro e Young (2005), Beiner *et al.* (2006), Black, Jang e Kim (2006), Brown e Caylor (2006), Chen *et al.* (2007), Cheung *et al.* (2007), Khanchel (2007), Cheung *et al.* (2008), Armstrong, Guay e Weber (2010), Balasubramanian, Black e Khanna (2010), Chung, Elder e Kim (2010), Ammann, Oesch e Schmid (2011), Black, Carvalho e Gorga (2012), Connelly, Limpaphayom e Nagarajan (2012), Gupta, Krishnamurti e Tourani-Rad (2013), Al-Malkawi, Pillai e Bhatti (2014) e Farag, Mallin e Ow-Yong (2014) demonstra que os fatores que compõem as estruturas de GC encontram-se fragmentados ao longo do corpo de literatura existente sobre o tema.

De acordo com Ho (2005), o conhecimento gerado a partir do estudo destes fatores, quando fragmentados, não é capaz de representar em nível global a estrutura de Governança das empresas. Observa-se nos estudos revisados uma demasiada simplificação das estruturas de GC, muitas vezes levando a representar tão somente uma das diferentes dimensões de GC.

O desenvolvimento desta Tese se justifica sob o ponto de vista teórico pela reunião do conhecimento disperso ao longo dos diferentes trabalhos estudados e que fazem parte do referencial teórico. Isto porque, o conjunto completo das dimensões e fatores que representam os *nexus* de contratos, que compõem a estrutura de GC nesta Tese, surgiu da unificação de elementos de diferentes estudos. O resultado da unificação das dimensões e fatores de GC fornece maior conhecimento acerca dos mecanismos de controle e de vinculação que compõem de maneira abrangente a estrutura de governança das empresas. Assim, a pesquisa contribui com a identificação e compreensão de fatores e dimensões de GC para mitigação do problema de agência.

Contribui com a evidenciação e discussão das relações conjuntas entre os diferentes fatores que compõem as estruturas de GC. Leva em consideração a contribuição individual de cada fator para uma maior efetividade da estrutura de Governança das empresas. Isto se reflete no nível de GC. Apesar de os fatores em si serem características observáveis, o nível de GC, por sua vez, é uma medida não observável (traço latente) de difícil mensuração. Esta dificuldade de mensuração conjunta constitui um desafio para que as estruturas de GC sejam estudadas.

Além de cobrir a gama de diferentes contratos expressos por mecanismos de controle e vinculação, destaca-se que o ineditismo da pesquisa reside no fato de que, o estudo não se restringe a um conhecimento genérico sobre os níveis de governança das empresas, se estão nos níveis A, B, C ou D. Avança na discussão das estruturas de GC, pois gera conhecimento sobre cada um dos diferentes contratos (dimensões e fatores de GC), expressos por mecanismos de controle e de vinculação. Reconhece o grau de dificuldade para atendimento de cada fator de GC, o que expressa o esforço das empresas em adotar os mecanismos de GC. Considera a contribuição individual de cada mecanismo de GC e os integra na forma de uma estrutura de GC, segundo a visão de *nexus* de contratos. Esta integração permite conhecer a efetividade das estruturas de governança das empresas, reconhecendo as diferenças inerentes a cada fator, antes de congregá-los sob a forma de uma estrutura de GC. Isto foi realizado por intermédio do Modelo

Logístico de Dois Parâmetros (ML2P) da Teoria de Resposta ao Item (TRI).

Esta integração de diferentes dimensões e fatores de GC compreende também um avanço tecnológico. São muitos fatores distribuídos em diferentes dimensões de GC dispersos na literatura. A integração entre estes fatores permite conhecer a efetividade das estruturas de GC e diferenciar empresas.

Tem também contribuição para pesquisas nas áreas de governança, contabilidade e finanças. Especificamente no Brasil, os resultados das pesquisas sobre as relações entre os níveis de GC e questões como contabilidade, mercado de capitais, entre outros, são mistos e inconclusivos.

Os resultados do estudo de Nardi e Nakao (2008) sustentam a hipótese de que empresas com maior nível de GC possuem uma melhora de sua imagem institucional. Almeida-Santos, Verhagem e Bezerra (2011), Martinez (2010), Ramos e Martinez (2006) e Torres *et al.* (2010) confirmam que empresas mais bem governadas possuem menor grau de gerenciamento de resultados. Para Andrade (2008), empresas com maiores níveis de GC proporcionam maior rentabilidade para seus acionistas. E, os achados de Carneiro *et al.* (2013), Colauto *et al.* (2009), Gallon, Beuren e Hein (2007) e Macêdo *et al.* (2013) indicam que empresas mais bem governadas têm maior grau de evidenciação contábil.

Por outro lado, os resultados dos estudos de Ramos e Martinez (2006), Murcia e Wuerges (2011) e Erfurth e Bezerra (2013) não tiveram a confirmação de que maiores níveis de GC possibilitam a redução do gerenciamento de resultados. Por sua vez, os resultados de Alves e Vicente (2013) sugerem a necessidade de maior cautela no estudo da relação entre a GC e o gerenciamento de resultados. Os achados de Alves e Vicente (2013) demonstraram que empresas classificadas como detentoras de níveis mais elevados de GC possuíam também maior nível de gerenciamento de resultados. Gallon, Beuren e Hein (2008), Gonçalves *et al.* (2008), Braga, Oliveira e Salotti (2009), Colauto *et al.* (2009), De Luca *et al.* (2010) e Souza, Murcia e Marcon (2011) também não constataram aumento no nível de evidenciação de empresas com maiores níveis de GC. Vieira *et al.* (2011) não encontram melhoria nos retornos sobre ativos e sobre ações. Terra e Lima (2006) não identificaram a existência de um retorno expressivo como forma de reação do mercado. Coelho e Lima (2008) não constataram diferenças no conservadorismo condicional e, para Amaral *et al.* (2008), não há redução do *delay* na divulgação de DFP's.

Neste sentido, esta pesquisa contribui com outros estudos da área contábil. Sobretudo, com aqueles cujos resultados se demonstraram inconclusivos. São os casos do retorno de ações, gerenciamento de resultados, qualidade da informação contábil, entre outros. É possível que a variação entre a existência (ou não) de influência da GC sobre estas questões seja decorrente da forma pela qual a GC é representada. Isto porque, devem-se levar em consideração os *nexus* de contratos que compõem a estrutura de GC (BRICKLEY; ZIMMERMAN, 2010) e esta representação deve contemplar múltiplos fatores que expressem a estrutura global de GC (HO, 2005).

Além da particularidade relativa ao estudo do nível de GC, a pesquisa permite, após a investigação dos níveis de GC, conhecer os determinantes destes níveis. Neste estudo, além de se avaliar os determinantes dos níveis de GC em empresas brasileiras, estes determinantes são agrupados em atributos contábeis e não contábeis. Estes atributos, apresentados pelas empresas estudadas, constituem fatores explicativos para a variabilidade dos níveis de GC entre empresas. O estudo dos reflexos dos atributos contábeis e não contábeis sobre o nível de GC é relevante para o conhecimento do comportamento da variação do nível de governança nas empresas, frente às modificações em cada um destes atributos. Deste modo, a pesquisa contribui também para a expansão da literatura científica sobre determinantes dos níveis de GC. Avança no desenvolvimento de conhecimento acerca do comportamento do nível de GC em função de características apresentadas na contabilidade das empresas e por outras características qualitativas estudadas ao longo da pesquisa. Oferece conhecimento acerca de determinantes de níveis de GC baseados em uma representação das estruturas de governança sustentada pela unificação de mecanismos de controle e de vinculação dispersos em diferentes estudos que compõem a literatura sobre o tema.

Sob o ponto de vista prático, contribui para a aferição dos níveis de GC e diferenciação de empresas por participantes do mercado, legisladores e órgãos reguladores e/ou normatizadores. Esta contribuição ocorre por meio de uma classificação em categorias de GC. As empresas são classificadas no estudo nas categorias de níveis A, B, C e D, dos quais o “Nível A” representa o nível mais elevado de GC e o nível menos elevado corresponde ao “Nível D”. Pode ser útil como medida auxiliar ou alternativa à classificação brasileira proposta pela B3. Isto porque, permite diferenciar inclusive empresas pertencentes a um mesmo ambiente contratual, por exemplo, entre empresas dentro do novo mercado ou entre empresas dentro do nível 2. Esta classificação da

B3 é amplamente utilizada em estudos desenvolvidos no Brasil. Entretanto, é observada em muitos casos, a existência de resultados não confirmados e contraditórios. Enquanto estudos como o de Carcello, Hermanson e Ye (2011), que avaliou resultados de pesquisas de revisão de literatura, de meta-análises e trabalhos empíricos internacionais, apontam que a boa GC está relacionada à boa contabilidade e boa auditoria, no Brasil ainda não foram encontrados achados suficientemente consistentes a este respeito.

Como contribuição social, avaliações efetuadas por meio de determinantes dos níveis de GC podem mitigar riscos de perda de investimentos, atenuar a ocorrência de fraudes e escândalos corporativos pelo aumento de transparência e de controles. A GC contribui para atenuar estes riscos, pois oferece diferentes mecanismos de controle e de vinculação para mitigação do problema de agência (LARCKER; RICHARDSON; TUNA, 2007). Os determinantes de níveis de GC, por sua vez, contribuem com o monitoramento das empresas. Isto porque, com o conhecimento gerado acerca dos níveis de GC, diferentes usuários podem comparar, tanto por meio dos fatores que compõem a estrutura de governança das empresas, como por intermédio dos determinantes dos níveis de GC, o efetivo grau de atendimento às boas práticas de GC. De posse desta informação, os interessados nas empresas têm maior embasamento para suas tomadas de decisões. Ajudam a evitar gerenciamento de impressão, tentativas de melhorar a imagem e reputação de empresas, casos de inadimplência, insolvência e descontinuidade, de demissões de funcionários, entre outros problemas que possam acarretar em crises econômicas. Estas são questões que afetam direta ou indiretamente a sociedade, como em crises já vivenciadas por economias em todo o mundo.

Busca-se também contribuir com a linha de pesquisa de Contabilidade Financeira e Pesquisa em Contabilidade do Programa de Pós-Graduação em Contabilidade (PPGC) da Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC). Tem a iniciativa de identificar uma forma alternativa de mensuração de níveis de GC para utilização em estudos de questões específicas de Contabilidade Financeira, de Mercados de Capitais e outras áreas que integrem esta linha de pesquisa.

Para o grupo de pesquisas constituído pelo Núcleo de Pesquisas em Governança nas Organizações (NPGO) da UFSC, a contribuição esperada com a Tese reside em propiciar a compreensão de questões relacionadas às práticas e mecanismos de monitoramento e vinculação para mitigação dos conflitos resultantes da separação entre propriedade e controle. Em expandir a aplicação teórico-empírica da Teoria da



Agência no grupo de estudos. Também em aprimorar as formas de aferição do grau de envolvimento e comprometimento de empresas para com a governança, por meio de determinantes para estimação dos níveis de GC apresentados pelas empresas.

Em linhas gerais, espera-se contribuir para a redução de problemas relacionados à área contábil e de negócios. É uma iniciativa que busca soluções teóricas e práticas para questões como a perda de credibilidade da informação contábil perante o mercado e seus investidores. Espera-se contribuir para a tomada de decisão dos *stakeholders* em relação à efetividade das práticas de GC das empresas e auxiliar a buscarem maior transparência por meio de relatórios contábeis e financeiros. Pretende-se também encontrar uma classificação robusta de GC que possa auxiliar a diferenciar empresas e contribuir para o reestabelecimento da confiança no mercado de capitais e para a mitigação do risco de dano à reputação de contadores e auditores.

#### 1.4 A TESE

A GC contribui com a mitigação do problema de agência. Este problema decorre da separação entre propriedade e controle e da incerteza que os investidores têm sobre a viabilidade e aplicação de seus recursos em projetos atrativos (TSIPOURI; XANTHAKIS, 2004).

Sob a ótica da Teoria da Agência, a empresa é composta por *nexus* de contratos e estes contratos compõem a estrutura de GC (COASE, 1937; JENSEN; MECKLING, 1976; BRICKLEY; ZIMMERMAN, 2010). Os diferentes contratos estabelecidos no âmbito das relações da empresa representam mecanismos de controle e de vinculação para mitigar o problema de agência (JENSEN; MECKLING, 1976).

Este problema é potencializado, de acordo com Arrow (1985), em decorrência da dificuldade e onerosidade do monitoramento do agente pelo principal (risco moral) e da assimetria informacional entre agente e principal (seleção adversa). Nesta relação entre agente e principal, os indivíduos têm incentivos pessoais para a realização de tarefas e tomada de decisões que beneficiem a si mesmos (JENSEN; MECKLING, 1976).

Por se tratar de uma estrutura composta pelos *nexus* de diferentes contratos que regem as relações no âmbito da firma, o estudo da estrutura de GC deve levar em consideração a avaliação dos mecanismos de controle e de vinculação representados por estes

contratos (COASE, 1937; JENSEN; MECKLING, 1976; BRICKLEY; ZIMMERMAN, 2010).

Sob a perspectiva do problema entre principal e agente, a discricionariedade dos gestores pode refletir em investimentos, gastos e outras aplicações que contrariam o interesse do principal (JENSEN; MECKLING, 1976). A efetividade na aplicação dos mecanismos de controle e de vinculação, estabelecidos na estrutura global de governança das empresas permitem mitigar este problema entre principal e agente.

Entretanto, os estudos que compõem o corpo de literatura sobre o tema apresentam uma dispersão de mecanismos de controle e de vinculação. Isto porque, as dimensões e os fatores de governança encontrados nestes estudos não cobrem toda a gama de mecanismos aplicáveis em uma estrutura de GC. Entende-se neste estudo que os mecanismos de controle e de vinculação são representados por fatores das seis dimensões identificadas, quais sejam: Estrutura de Propriedade; Conselho de Administração; Gestão; Evidenciação e *Accountability*; Auditoria; e, *Stakeholders*.

Assume-se neste estudo que a estrutura global de governança das empresas é confiavelmente representada mediante a reunião dos diferentes mecanismos (fatores) de GC dispersos ao longo do corpo de literatura. A efetividade deste conjunto de fatores, que compõem as seis dimensões estudadas, é resultante da integração e articulação entre os diferentes mecanismos estabelecidos para mitigar o problema de agência. São mecanismos pertencentes a dimensões que possuem especificidades. Alguns são apenas mecanismos de controle, outros somente de vinculação, mas há também mecanismos que têm ambas as funções, ou seja, são de controle e de vinculação. Por este motivo, os mecanismos de GC presentes nas seis dimensões propostas precisam ser estudados conjuntamente, para que sejam plenamente capazes de refletir a estrutura global de governança das empresas.

Assim, tem-se a Tese de que a estrutura global de governança das empresas, representada pela integração e articulação dos diferentes mecanismos de GC dispersos na literatura, é explicada por determinantes de níveis de GC. As características apresentadas pelas empresas, estudadas nesta pesquisa, indicam maior ou menor potencial para o estabelecimento de estruturas de governança mais sólidas. A solidez das estruturas de governança das empresas é estudada a partir de seus respectivos níveis de GC. A explicação resultante dos determinantes de níveis de GC permite conhecer, com maior rigor e robustez, as características de empresas capazes de estabelecer e manter

estruturas de governança com maior capacidade de tornar a relação entre principal e agente mais harmônica.

## 1.5 ESTRUTURA DO TRABALHO

O capítulo 1 apresenta os aspectos introdutórios do estudo. Inicia com a contextualização do tema e definição do problema de pesquisa. São apresentados os objetivos da pesquisa e a justificativa para sua realização. Por fim, são apresentadas a Tese e a estrutura do trabalho.

No capítulo 2 é apresentada a base teórica que fundamenta o tema discutido, com a trajetória epistemológica da Teoria da Agência, a revisão da literatura sobre a Teoria da Agência, dimensões e fatores de GC e determinantes dos níveis de GC e o posicionamento teórico.

O capítulo 3 apresenta a descrição da estratégia metodológica que foi seguida para o cumprimento dos objetivos, bem como o paradigma adotado na pesquisa, o delineamento metodológico, as hipóteses, o construto, o instrumento da pesquisa, a população e amostra, a forma de coleta de dados, os procedimentos para análises, o desenho da pesquisa e as limitações esperadas; na última seção são apresentadas as referências bibliográficas consultadas para construção do projeto.

No capítulo 4 é apresentada a análise de dados e resultados que se compõe da avaliação dos mecanismos de GC, mensuração dos níveis de GC, determinantes dos níveis de GC, reestimação e ordenação dos níveis de GC, discussão teórico-empírica e fechamento do capítulo.

Por fim, no capítulo 5 é apresentada a conclusão da Tese e sugestões para futuras pesquisas.



## 2 BASE TEÓRICA

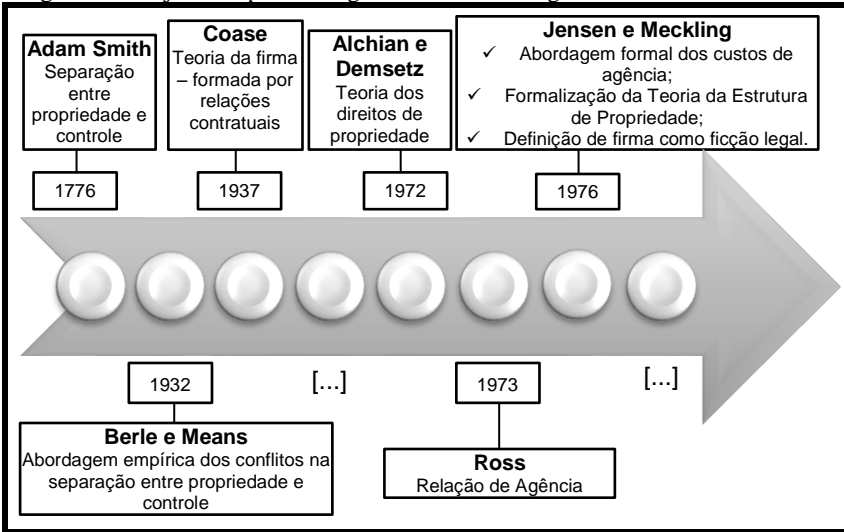
Este capítulo contempla a base teórica do estudo. Compõe-se da trajetória epistemológica da Teoria da Agência que corresponde à teoria de base da pesquisa. A trajetória epistemológica abrange a questão da separação entre propriedade e controle, o conflito de agência, os custos de agência e a visão de *nexus* contratuais pela qual a firma é concebida como mera ficção legal. Apresenta também a revisão de literatura e o posicionamento teórico do estudo. Na revisão de literatura são tratados a Teoria da Agência, as dimensões e fatores que compõem a estrutura de GC e, por fim, os determinantes dos níveis de GC. No posicionamento teórico são apresentados os fundamentos para as escolhas que envolvem a mensuração dos níveis de GC e a avaliação dos determinantes (atributos contábeis e não contábeis).

### 2.1 TRAJETÓRIA EPISTEMOLÓGICA

O desenvolvimento deste estudo pautou-se na visão de firma como ficção legal, a partir de *nexus* de contratos, conforme previsto pela Teoria da Agência. Assim, contempla-se a questão da separação entre propriedade e controle, o conflito de agência resultante desta separação, os custos de agência, bem como a concepção das relações entre principal e agente segundo uma visão contratual. Neste contexto, práticas e mecanismos de monitoramento e vinculação representam *nexus* de contratos projetados conjuntamente e que determinam a estrutura de governança das empresas (BRICKLEY; ZIMMERMAN, 2010).

Uma síntese da trajetória epistemológica da Teoria da Agência, que sustenta esta Tese, é apresentada na Figura 1.

Figura 1 – Trajetória epistemológica da Teoria da Agência



Fonte: Elaborada pelo Autor (2018).

A estrutura de apresentação da evolução epistemológica da Teoria da Agência também leva em consideração o desenvolvimento dos mecanismos de GC (GC). Assim, por uma exposição sequencial, a trajetória epistemológica presume a separação entre propriedade e controle e o surgimento do conflito entre principal e agente. A partir desta separação e deste conflito, mecanismos de GC podem contribuir para a harmonização desta relação de agência, com mecanismos de controle e de vinculação, expressos por custos de agência, bem como por uma visão de *nexus* contratuais, em que cada elemento se interliga dando origem à estrutura de GC.

Sobre a Teoria da Agência, Eisenhardt (1989) enfatiza que ela considera a relação entre principal e agente, de maneira metafórica, como um contrato. Para a autora, a Teoria da Agência focaliza basicamente dois problemas na relação agente-principal: i) os conflitos de objetivos e/ou desejos entre principal e agente; e, ii) a difícil e/ou onerosa verificação por parte do principal de o que o agente efetivamente está fazendo. Em síntese é desafiador ao principal se certificar de que o agente está se comportando adequadamente. Além disto, agente e principal têm preferências (apetites) diferentes em relação ao risco. Eisenhardt (1989) apresenta uma visão geral da Teoria

da Agência que sintetiza suas características de ideia principal, unidade de análise, assunções humanas, organizacionais e informacionais, bem como os problemas contratuais e o domínio do problema. Estas características são apresentadas no Quadro 1.

Quadro 1 – Visão geral da Teoria da Agência

Principal ideia	O relacionamento entre principal e agente deve refletir a organização eficiente da informação e custos derivados dos riscos.
Unidade de análise	Contrato entre principal e agente.
Assunções	- Humanas: Auto interesse; Racionalidade limitada; e, Aversão ao risco. - Organizacionais: Conflito parcial de objetivos entre participantes; Eficiência como critério de eficácia; e, Assimetria informacional entre principal e agente. - Informacionais: Informação como uma mercadoria comercializável.
Problemas contratuais	Problema de agência (risco moral e seleção adversa).
Domínio do problema	Relacionamentos em que principal e agente possuem conflitos parciais de objetivos e de preferência aos riscos

Fonte: Adaptado de Eisenhardt (1989, p. 59).

Eisenhardt (1989) explica que a Teoria da Agência tem seu foco em determinar qual(is) o(s) contrato(s) mais eficiente(s), dadas as suposições das pessoas (assunções humanas), das organizações (assunções organizacionais) e das informações (assunções informacionais), pois sua unidade de análise é o contrato que regula o relacionamento entre principal e agente. Destaca-se, assim, a necessidade de abordagem da empresa sob o ponto de vista de GC como um organismo formado a partir de *nexus* de contratos.

Estas características possibilitam uma visão geral dos elementos que compõem a teoria de base da Tese. Enfatizam o conflito decorrente da separação entre propriedade e controle, que resulta na relação entre principal e agente, e dos contratos que estabelecem as regras e regimentos dessa relação. Deste modo, a trajetória epistemológica da teoria de base está segregada em quatro tópicos: i) propriedade e controle; ii) conflito de agência; iii) custos de agência; e, iv) firma como ficção legal (*nexus* de contratos).

### 2.1.1 Propriedade e controle

Aliada ao crescimento e desenvolvimento das empresas está a necessidade da delegação de funções e responsabilidades para diferentes pessoas (agentes) da organização. Esta delegação se dá por uma série de razões, dentre as quais, estão a especialização e profissionalização da gestão e de áreas específicas no ambiente de negócios. Diferentemente de modelos de gestão em que o proprietário ou o(s) sócio(s), além de detentor(es) do capital (propriedade) é(são) também responsável(is) por gerir(em) a organização, com a delegação da gestão há a promoção de uma desvinculação entre propriedade e controle. Na desvinculação entre o indivíduo que possui o capital e aquele que é responsável pela gestão ocorre a separação entre a propriedade e o controle.

Com a separação entre propriedade e controle nas empresas surge um problema na relação entre principal (proprietário) e agente (gestor). Este problema reside na propensão ou possibilidade de o agente não agir em prol da maximização da riqueza e dos interesses do principal, mas em função de seus próprios interesses. Esta questão foi levantada em 1776 por Adam Smith, em sua obra “A Riqueza das Nações”, na qual mencionava que não se pode esperar que administradores do dinheiro alheio o protejam com o mesmo zelo e diligência que os proprietários da empresa. Analogamente aos capatazes de um homem rico, eles tendem a agir não necessariamente pela honra de seus senhores e facilmente concedem a si mesmos permissão para tal. Negligência e profusão poderão prevalecer (em maior ou menor grau) na gestão de uma empresa como esta (SMITH, 1776 *apud* JENSEN; MECKLING, 1976).

Posteriormente, Berle e Means (1932), na obra “*The Modern Corporation & Private Property*”, apresentam uma abordagem empírica dos conflitos resultantes da separação entre propriedade e controle. Preveem que as empresas deveriam ter um modelo de estrutura de propriedade e controle com pulverização de propriedade e com clara segregação entre executivos e proprietários (acionistas). Segundo Saito e Silveira (2008), este estudo é considerado o marco inicial em GC. Foram precursores na discussão de custos e benefícios resultantes da separação entre propriedade e controle.

A Teoria da Firma de Coase (1937) tem a concepção de que a empresa (firma) é formada por relações contratuais. Para esse autor, a existência das firmas pode ser fundamentada pela criação de contratos, uma vez que os mercados não operam sem custos. Nesta concepção, tanto as partes internas como externas das relações estabelecidas pelas organizações não são desconexas, mas concebidas para uma economia



de custos de transação. Estas relações contratuais passaram a ser denominadas posteriormente como relações de agência, na Teoria da Agência. Os estabelecimentos de relações por meio de contratos que especificam as funções, tarefas e responsabilidades dentro do ambiente corporativo são necessários para a harmonização das relações entre principal e agente.

A partir do desenvolvimento desta visão contratual, decorrente da separação entre propriedade e controle, a Teoria dos Direitos de Propriedade de Alchian e Demsetz (1972) passa a considerar o papel do monitoramento como um mecanismo de avaliação de desempenho das partes envolvidas nas relações contratuais. Esta abordagem é desenvolvida sob o ponto de vista de um sistema contínuo de renegociação entre as partes envolvidas nos contratos (agente e principal). Embora, somente no estudo de Ross (1973), haja uma abordagem com foco na relação de agência propriamente dita, e o surgimento formal das figuras de principal e agente, estes personagens já podem ser percebidos e antecipados pela preocupação dos teóricos. Segundo a visão dos direitos de propriedade de Alchian e Demsetz (1972), inspirada pelas proposições de Coase (1937), as firmas surgem em resposta aos problemas de mensuração acerca da execução dos diferentes contratos estabelecidos no âmbito da firma como forma de regimento do relacionamento gerado pela separação entre propriedade e controle. Em outras palavras, a necessidade de monitoramento dos esforços dos indivíduos envolvidos na execução de tarefas em um grupo de trabalho é que justifica a necessidade do estabelecimento hierarquizado de uma firma (BARNEY; HESTERLY, 2006).

Segundo Barney e Hesterly (2006), este monitoramento deve considerar os custos e benefícios que envolvem sua implementação, ou seja, o monitoramento se justifica até o momento em que seus custos marginais se igualam aos benefícios resultantes do monitoramento. Como exemplo, mencionam que em casos como de monitoramento de capacidade produtiva, a completa redução da propensão à ociosidade, ainda que tecnicamente possível, não é razoável, nem eficiente. Os autores também chamam a atenção para a necessidade de hierarquização e de mecanismos complementares, em que um indivíduo que monitora seus subordinados, mas que não possui superior imediato, precisa também ter um mecanismo válido para seu autocontrole, uma vez que não possui outro indivíduo responsável por monitorar seus passos. Estes mecanismos, na visão de Jensen e Meckling (1976), são denominados de mecanismos de vinculação.

Assim, a propriedade e o controle são questões centrais na discussão que envolve o problema pesquisado. A desvinculação entre propriedade e controle dá origem ao elemento da teoria de base abordado no próximo tópico intitulado conflito de agência.

### **2.1.2 Conflito de agência**

Com o desenvolvimento teórico gerado a partir da percepção do potencial problema resultante da separação entre propriedade e controle, Ross (1973) enfatiza e discute a conflitante relação de agência, mas com as denominações agente e principal. Este desenvolvimento teórico é uma das principais bases para a formalização da Teoria da Agência. Segundo Ross (1973) o modelo de agência corresponde a uma das modalidades formais mais prevalentes e mais antigas de relacionamento social. Esta relação, já antecipada em 1776 por Adam Smith, surge da interação entre um indivíduo que detém a propriedade de uma empresa (proprietário, sócio, acionista, etc.), mas que delega a função do controle a um terceiro (gestor). Jensen e Meckling (1976) definem a relação de agência como um contrato em que uma ou mais pessoas (principal) emprega(m) outra (agente) para prestar um serviço em seu nome mediante a delegação de poder de decisão. Este relacionamento é permeado por problemas decisórios, em que o gestor deve tomar decisões e agir em benefício do principal, sem que seus próprios interesses interfiram nesta interação.

Dentre os fatores que explicam a propensão de o indivíduo se demonstrar inclinado a agir em benefício próprio, são citados a natureza do ser humano, bem como seu comportamento engenhoso e maximizador (JENSEN; MECKLING, 1976). Jensen e Meckling (1976) enfatizam que se principal e agente forem maximizadores de utilidade, pode-se acreditar que nem sempre o agente agirá em conformidade com os interesses do principal.

Jensen e Meckling (1976) foram responsáveis pela formalização da Teoria da Agência, com três principais contribuições: i) Teoria da Estrutura de Propriedade; ii) relação dos custos de agência; e, iii) nova definição de firma como *nexus* de contratos. Em relação à Teoria da Estrutura de Propriedade, esses autores contribuem com a definição de um tamanho ótimo de capital da firma e não se referem apenas às quantias de capital de terceiros e de capital próprio, mas também das parcelas de capital próprio e de terceiros detidas pelo administrador (BARNEY; HESTERLY, 2006).

Neste sentido, podem ser considerados como propulsores deste conflito a natureza do ser humano e a assimetria informacional. O primeiro se sustenta no interesse e nas atitudes praticadas para maximização de benefícios próprios, aliada a um comportamento maximizador, avaliativo e engenhoso por parte dos indivíduos (JENSEN; MECKLING, 1976). O segundo diz respeito à dificuldade de monitoramento e decisão em condições de incompletude informacional e incerteza de previsões (ALCHIAN, 1950).

Deste modo, observa-se que o conflito de agência decorrente da separação entre propriedade e controle deriva de uma série de fatores. Os incentivos que levam o gestor a agir em benefício próprio, os comportamentos maximizador, engenhoso e avaliativo e o egoísmo do homem são fontes para o surgimento deste conflito. Aliado a estes fatores, a exposição ao conflito de agência é potencializada pelo risco moral e pela seleção adversa. Derivados do conflito de agência estão os custos de agência, especialmente tratados no próximo subtópico.

### **2.1.3 Custos de agência**

Na Teoria da Agência, Jensen e Meckling (1976) trazem também uma abordagem formal dos custos de agência. Segundo esta perspectiva, em uma relação de agência existe a presença basicamente de três tipos de custos: i) monitoramento por parte do principal; ii) concessão de garantias contratuais por parte do agente; e iii) custo residual proveniente da redução do bem estar do principal em virtude do conflito entre as partes.

Para Fama e Jensen (1983), os problemas de agência surgem pelo fato de os custos dos contratos não serem nulos. Estes custos de agência são compostos por custos de estruturação, monitoramento e relacionamento de um conjunto de contratos entre agentes que têm interesses conflitantes. No caso dos custos com monitoramento, o principal precisa estabelecer mecanismos que assegurem que seus interesses sejam respeitados e atendidos pelo agente. Segundo Barney e Hesterly (2006), estes mecanismos surgem em resposta à delegação de autoridade aos agentes por parte do principal. Os mecanismos de vinculação são relevantes para levar ao principal uma condição mais confiável e confortável em relação à atuação de seus agentes (gestores).

Assim, mecanismos de controle e de vinculação são necessários no contexto do relacionamento de agência, e permitem, além da harmonização na relação entre principal e agente, a redução de outros custos de agência. Como exemplo, sistemas de controles internos e

auditorias (interna e/ou externa) podem auxiliar no monitoramento das atitudes do agente por parte do principal, bem como sistemas de remuneração podem favorecer maior alinhamento entre os interesses do principal e do agente. Estes custos se materializam sob a forma de mecanismos de controle e de vinculação existentes em resposta ao conflito de agência. No âmbito da GC, estes mecanismos dão origem aos componentes das estruturas de governança das empresas. A execução de tarefas e a implementação e manutenção de mecanismos de controle e vinculação são realizadas por diferentes indivíduos, sob a forma de contratos, e seu funcionamento depende do relacionamento entre as partes que compõem o sistema.

Deste modo, estes mecanismos de controle e de vinculação são representados na estrutura de GC como *nexus* de contratos. Esta visão da firma como *nexus* de contratos ou ficção legal tem como base o trabalho de Jensen e Meckling (1976). Embora já houvesse a abordagem contratual no trabalho de Coase (1937), no âmbito da Teoria da Agência, pela exposição ao problema de separação entre propriedade e controle, e a necessidade de estabelecimento de mecanismos de controle e de vinculação é que a GC encontra relevância para empresas e *stakeholders*. Esta visão de firma como ficção legal é tratada com maior detalhamento no próximo subtópico.

#### **2.1.4 Firma como ficção legal (*nexus* de contratos)**

Jensen e Meckling (1976) definem a firma como mera ficção legal. A relação de agência é assumida como um contrato firmado entre diferentes partes (principal e agente). Nesta visão, a firma é composta por *nexus* que constituem elos para um conjunto de relacionamentos contratuais entre indivíduos. Fama e Jensen (1983) argumentam que a organização representa *nexus* de contratos, escritos e não escritos, entre os proprietários dos fatores de produção e os clientes. Cada um destes contratos, também considerados como a ‘regra interna do jogo’, estabelecem os direitos de cada agente na organização, critérios pelos quais estes agentes são avaliados e as funções de recompensas a que se submetem são estabelecidas.

Em 1983, Jensen estende a visão de *nexus* contratuais, que compreendem a noção de firma como ficção legal com a discussão das vertentes normativa e positiva. A corrente normativa, com uma perspectiva *a priori*, tinha como abordagem questões da firma com uma visão *ex-ante*, mediante aplicações matemáticas e proposições. Já a corrente positiva tinha uma visão *ex-post-facto*, com abordagem

empírica e procura de relações e explicações para os fenômenos investigados mediante formulação e testes de hipóteses sobre questões da relação de agência (JENSEN, 1983). Por meio de estudos desenvolvidos nestas vertentes, avanços foram obtidos sobre o entendimento do papel e envolvimento dos diferentes contratos que regem as relações no âmbito da firma (BARNEY; HESTERLY, 2006).

Segundo Eisenhardt (1989), pesquisadores positivistas da Teoria da Agência se dedicaram inicialmente à identificação de situações em que agente e principal são mais propensos a apresentarem objetivos e interesses conflitantes e, posteriormente, passaram a descrever mecanismos de GC que limitem o comportamento do agente de promover seus próprios interesses e objetivos. De acordo com a autora, os pesquisadores da Teoria da Agência se concentraram prioritariamente no conflito agente-principal entre proprietários e gestores de grandes empresas de capital aberto, como Berle e Means (1932).

A autora destaca também três estudos com bastante influência na área, Jensen e Meckling (1976), Fama (1980) e Fama e Jensen (1983). Jensen e Meckling (1976) tiveram como foco a estrutura de propriedade como mecanismo de alinhamento de interesses entre gestores e proprietários. Nesta perspectiva, o aumento da participação societária de gestores diminui o oportunismo gerencial. Fama (1980) abordou o papel dos mercados eficientes como mecanismos de informação para o monitoramento do comportamento dos gestores. Fama e Jensen (1983) incluem a participação do conselho de administração na estrutura de governança de grandes empresas como mecanismo de informação e de monitoramento do oportunismo de gestores. No entanto, conforme Eisenhardt (1989), sob o ponto de vista teórico, os pesquisadores positivistas tiveram preocupação com a descrição dos mecanismos de GC que atenuam o problema de agência.

Considerando uma perspectiva em que as empresas em um ambiente de agência sejam compostas por *nexus* contratuais, Lambert (2001) enfatiza que neste ambiente é possível a existência de diferentes agentes e diferentes principais. Por exemplo, em empresas com diferentes níveis hierárquicos, de acordo com as relações de subordinação, é possível que um indivíduo de nível tático tenha a condição de agente na relação com seu superior de nível estratégico e de principal com seus subordinados de nível operacional. Esta noção é necessária para que as estruturas de GC sejam mais bem explicadas e compreendidas, especialmente quando há inúmeras partes integrantes de uma estrutura de GC representadas pela combinação de diferentes contratos que regem a relação entre principal e agente. Ademais, os

diferentes contratos que compõem as empresas possuem interligações importantes com outros contratos.

Diante das questões que envolvem a separação entre a propriedade e o controle, o conflito decorrente desta separação, os custos de agência e a visão de *nexus* contratuais apresentadas, nesta trajetória epistemológica demonstra-se o desenvolvimento teórico que dá sustentação ao estudo das estruturas de GC e a identificação de seus determinantes. Isto porque, a GC tem como função mitigar os efeitos nocivos da separação entre propriedade e controle e harmonizar as relações no âmbito das empresas (ambiente de agência). Os custos e o conflito de agência surgem em virtude desta separação. Os mecanismos de controle e de vinculação que compõem a estrutura de GC são instrumentos para redução do risco moral e da seleção adversa, e consequentemente redução da exposição ao problema de agência. Estudos sobre Teoria da Agência, mensuração de níveis de GC e de determinantes são apresentados na próxima seção relativa à revisão da literatura.

## 2.2 REVISÃO DA LITERATURA

Nesta seção, de revisão de literatura, são contemplados a Teoria da Agência, as dimensões e fatores de GC e os determinantes dos níveis de GC compreendidos por atributos contábeis e não contábeis. Na Teoria da Agência são apresentados o conflito de agência e os custos de agência presentes em empresas com estrutura de propriedade e gestão em que haja separação entre os detentores de capital e as funções de decisões administrativas. Nas dimensões e fatores de GC são abordados os elementos que compõem a estrutura de governança das empresas e que são consideradas para mensuração dos níveis de GC. Por fim, os determinantes, que expressam as características apresentadas pelas empresas e que correspondem aos atributos contábeis e não contábeis como fatores explicativos dos níveis de GC avaliados no estudo.

### 2.2.1 Teoria da Agência

Os elementos abordados neste subitem da revisão de literatura contemplam o conflito e os custos de agência, além da conexão entre a Teoria da Agência e a GC. A apresentação do conflito de agência e os custos de agência decorrentes da separação entre propriedade e controle demonstra o problema a ser mitigado para harmonização da relação entre principal e agente. A abordagem da GC nesta revisão é realizada

como forma de apontar os mecanismos de controle e de vinculação como partes da estrutura de GC capazes de mitigar o problema de agência.

### 2.2.1.1 O problema agente-principal e suas consequências

Com a separação entre propriedade e controle emerge um conflito decorrente do desalinhamento de objetivos e/ou de interesses entre o detentor (principal) e o administrador (agente) do capital colocado à disposição de uma empresa (JENSEN; MECKLING, 1976). Iniciativas de compreensão deste conflito, e identificação de soluções capazes de harmonizar a relação entre principal e agente foram foco de estudos voltados à resolução do problema de agência. Berle e Means (1932) foram responsáveis por uma abordagem empírica que visava avaliar o reflexo da separação entre propriedade e controle sobre o desempenho das empresas. Coase (1937) introduziu a visão dos relacionamentos entre as partes e pessoas que integram a empresa sob a forma de contratos.

Em 1950, contrariamente à abordagem econômica clássica, com a concepção de que a maximização de lucros não correspondia a um guia à ação, Alchian (1950) estendeu a visão contratual pela consideração de condições de incompletude informacional e incerteza de previsões. Arrow (1963) também contribuiu com a questão da tomada de decisões em contextos de incertezas, por meio de uma aplicação teórica que fazia analogia às incertezas na tomada de decisão no setor de assistência médica. Segundo Arrow (1963), a tomada de decisão em meio a incertezas de previsão deveria, em tese, se assemelhar às ações realizadas na área médica, em que os procedimentos para tratamento e cura de pacientes deveriam ser exercidos, ainda que em condições de incerteza sobre o sucesso na execução do(s) procedimento(s). Uma observação a salientar na analogia utilizada por Arrow (1963) é a percepção das figuras de principal (paciente) e de agente (médico), de maneira análoga à empregada para proprietário (ou sócios) e gestores posteriormente pela Teoria da Agência.

Wilson (1968) estendeu a noção de tomada de decisão em condição de incerteza com compartilhamento de riscos entre grupos e indivíduos. Adotou como critério um Ótimo de Pareto para avaliação da determinação e condições de existência de um grupo sindical. No caso do grupo sindical, também é possível observar a similaridade com a relação de agência, pela instituição de membros sindicais (agentes), com funções contratuais em que devem agir e tomar decisões em nome

de uma classe sindicalizada (principais). Este foi um estudo considerado como um dos precursores da Teoria da Agência. Em uma entidade sindical é possível perceber diferenças de objetivos e/ou interesses e de aceitação (apetite) ao risco, no que tange às decisões de aceitação ou rejeição de propostas por uma classe sindicalizada, assim como ocorre nas relações entre gestor e proprietário.

Spence e Zeckhauser (1971) também contribuíram com o desenvolvimento dos mecanismos de monitoramento pela abordagem da relação de agência e do alinhamento de interesses em função do monitoramento e da assimetria informacional por meio de uma aplicação no segmento de seguros. Foram discutidas as relações entre as premiações de seguros pagas aos segurados e a gama de informações a serem controladas e/ou monitoradas pelas seguradoras. Alchian e Demsetz (1972) tiveram como contribuição no estudo de mecanismos de monitoramento a abordagem da aplicação ao monitoramento de uma equipe de produção na indústria. Com efeito, há um maior delineamento da Teoria da Agência em relação ao campo dos direitos de propriedade com base no funcionamento das relações entre os diferentes contratos envolvidos no ambiente de negócios.

As questões discutidas nos estudos que antecederam a formalização da Teoria da Agência têm em comum a distinção de interesses e objetivos entre principal e agente agravada pela assimetria informacional. Akerlof (1970), no estudo intitulado O Mercado de Limões, aborda a questão da incerteza decorrente da assimetria informacional nos mercados. Segundo esta concepção, indivíduos de posse de informações específicas possuem vantagens decisórias sobre indivíduos carentes destas informações. Como metáfora, Akerlof (1970) utiliza um exemplo de comercialização de automóveis usados, em que o vendedor possui a informação necessária sobre o veículo em negociação e o comprador não possui. O comprador deveria evitar a aquisição de um veículo do tipo limão (popularmente tratado no Brasil como ‘abacaxi’) ou problema, mas tem esta tarefa dificultada em decorrência das incertezas provocadas pela assimetria informacional. Este problema poderia ser solucionado com o apoio de um engenheiro ou mecânico de confiança. A este respeito, estendendo a analogia do automóvel usado ao contexto da GC, os fatores das dimensões de “Evidenciação e *Accountability*” e “Auditoria” são fatores para diminuir essa assimetria informacional.

Situação análoga permeia o relacionamento entre principal e agente. Como o principal não mais detém as funções de administração do negócio, este possui menos informação do que o agente, que pode se



valer desta condição para não tomar decisões que, de fato, beneficiem o principal, mas sim seus próprios interesses. Neste contexto, risco moral (*moral hazard*) e seleção adversa (*adverse selection*) são problemas que tendem a potencializar o conflito entre principal e agente. De acordo com Arrow (1985), a dificuldade e a onerosidade no controle da atuação do agente pelo principal constituem o risco moral, já a seleção adversa pode ser resumida como um efetivo problema de assimetria informacional em que o gestor possui informações não detidas pelo principal.

Os estudos de Ross (1973) e de Jensen e Meckling (1976) reforçam a existência de interesses e objetivos conflitantes entre principal e agente, o que resulta no conflito de agência. Para Jensen e Meckling (1976), oportunismo, egoísmo e busca pela maximização de benefícios próprios são o cerne da existência dos conflitos entre proprietários e gestores. Para Jensen e Meckling (1976), tanto os gestores, como os proprietários são indivíduos com propensão à maximização de sua riqueza particular, inclinados ao alcance de seus próprios interesses, o que resulta em um desalinhamento entre as decisões tomadas pelo gestor em relação às decisões desejadas pelo proprietário.

De acordo com Byrd, Parrino e Pritsch (1998), os problemas de agência podem ser classificados em quatro tipos, quais sejam: i) esforço; ii) horizonte; iii) diferencial de preferência ao risco; e, iv) uso de ativos. Estes problemas são sintetizados no Quadro 2.

Quadro 2 – Tipos de problemas de agência, segundo Byrd, Parrino e Pritsch (1998)

<b>Problema</b>	<b>Definição</b>
Esforço	Os gestores têm incentivos para exercerem menos esforço do que os acionistas esperam deles.
Horizonte	Os gestores tendem a enxergar horizontes temporais mais curtos para resultados de investimentos do que os acionistas.
Diferencial de preferência ao risco	Normalmente, os gestores têm sua riqueza tão atrelada à continuidade da empresa que tendem a ser mais avessos ao risco do que os acionistas.
Uso de ativos	Os gestores têm incentivos para o abuso dos ativos da empresa ou para o consumo excessivo de benefícios em virtude de não suportarem os custos totais de tais ações.

Fonte: Adaptado de Byrd, Parrino e Pritsch (1998).

Com base nas definições de Byrd, Parrino e Pritsch (1998), percebe-se que, em decorrência de um diferencial entre os interesses de principal e agente, o problema de agência desencadeia uma série de consequências. Dentre elas estão os custos resultantes deste conflito. As diferenças de resultados (ganhos e perdas) e de atuação (maior ou menor esforço, maior ou menor diligência, etc.) do agente quando comparados ao que seria exercido pelo próprio principal são um exemplo. Além disto, destacam-se os custos e investimentos necessários para harmonização da relação entre agente e principal. Assim, é preciso que sejam adotados mecanismos de controle e de vinculação para que esta relação se torne harmônica.

Jensen e Meckling (1976) também realizam uma discussão sobre os custos decorrentes deste conflito, os chamados custos de agência. Além de serem os responsáveis por uma abordagem formal da Teoria da Agência, Jensen e Meckling (1976) abordam a questão dos custos com monitoramento, com a concessão de garantias contratuais e os custos residuais. Estes custos decorrem do conflito entre principal e agente e se desdobram em custos que o principal incorre para controlar a atuação do agente, seja por comportamento e/ou por desempenho, pelas garantias de que o agente esteja agindo em benefício do interesse do principal e que este não esteja sendo expropriado pelo agente, bem como pelos demais custos decorrentes da desvinculação entre propriedade e controle (JENSEN; MECKLING, 1976).

A partir do desmembramento destes diferentes custos, observa-se que o próprio relacionamento entre principal e agente demanda mecanismos capazes de auxiliar na harmonização das atuações destes indivíduos, de modo a permitir que os interesses e objetivos do principal sejam adequadamente respeitados e seguidos pelo agente. Estes mecanismos se materializam sob a forma de mecanismos de monitoramento e de vinculação, os quais permitem a redução de custos na relação de agência (JENSEN; MECKLING, 1976).

Dentre os custos compreendidos por mecanismos identificados na literatura podem-se destacar os mecanismos de controle, como auditoria, sistemas de controles formais e restrições orçamentárias, e os mecanismos de alinhamento, como o estabelecimento de incentivos aos executivos (JENSEN; MECKLING, 1976). Além destes, há possibilidade de monitoramento das ações do agente por meio do estabelecimento do conselho de administração (*board of directors*), como representante do principal presente na organização (FAMA, 1980). A estrutura de propriedade também constitui um mecanismo para mitigação de conflitos de agência. Berle e Means (1932) constataram

que as empresas deveriam ter um modelo de estrutura de propriedade e controle com pulverização de propriedade e com clara segregação entre executivos e proprietários (acionistas). Para Jensen e Meckling (1976), o alinhamento de interesses entre gestores e proprietários pode ser alcançado por meio do aumento da participação societária de gestores, o que tende a diminuir o oportunismo gerencial.

Neste contexto, a GC auxilia na resolução dos problemas decorrentes da separação entre a exposição aos riscos (proprietário/principal) e as decisões tomadas no âmbito das organizações (controle/agente). A GC se consubstancia pela adoção ordenada de um conjunto de mecanismos de monitoramento e de vinculação, sob a forma de uma estrutura que visa atenuar o conflito de agência (CRAVENS; WALLACE, 2000; BUSHMAN; SMITH, 2001; KLAPPER; LOVE, 2004; HO, 2005; BRICKLEY; ZIMMERMAN, 2010).

O conflito e os custos de agência tratados pela Teoria da Agência possuem relação com os mecanismos de GC. Assim, o próximo subtópico demonstra especificamente a conexão entre a Teoria da Agência e a GC. Em linhas gerais, pode-se afirmar que existe reciprocidade entre ambas. A GC trata do problema de agência abordado pela Teoria da Agência e a GC encontra na Teoria da Agência o suporte para estruturação de seus diferentes mecanismos sob a forma de dimensões e fatores de GC.

#### 2.2.1.2 Teoria da Agência e Governança Corporativa (GC)

Brickley e Zimmerman (2010), ao definirem a estrutura de GC, fundamentam-se nas raízes da Teoria da Agência pelas visões de Coase (1937) e Jensen e Meckling (1976), que consideravam a composição da firma como *nexus* de contratos. Para Brickley e Zimmerman (2010), uma empresa é composta por *nexus* de contratos projetados conjuntamente, que mudam ao longo do tempo, e o sistema de GC é definido em grande parte por estes vários contratos. Esta concepção também sustenta as ideias de Larcker, Richardson e Tuna (2007), que explicitam que a GC consiste em um conjunto de mecanismos de controle e de vinculação regidos por contratos para mitigar os efeitos nocivos da separação entre propriedade e controle.

Sob esta perspectiva teórica, o elo entre mecanismos de monitoramento e de vinculação, para atenuar o conflito de agência, que compõem a estrutura de GC se consubstancia nos contratos que regem os relacionamentos nas organizações. Estes mecanismos de

monitoramento e de vinculação que compõem a estrutura de governança são representados por fatores e dimensões de GC (KLAPPER; LOVE, 2004).

Bushman e Smith (2001) e Klapper e Love (2004) defendem que a interação de diferentes fatores que compõem dimensões específicas representa a conexão entre mecanismos de monitoramento e de vinculação que compõem as estruturas de GC. Os mecanismos de controle podem ser internos ou externos. Dentre os mecanismos internos citam-se planos de incentivos gerenciais, monitoramento pelo conselho de administração, planos de cargos e salários, entre outros mecanismos mantidos pela empresa. Os mecanismos externos se constituem pela existência e atuação de acionistas externos (*outsiders*), monitoramento por parte dos credores, mercado de controle corporativo, concorrência de mercado, trabalho de mercado gerencial externo, legislação de valores mobiliários que protegem os investidores *outsiders* contra a expropriação por *insiders*, entre outros (BUSHMAN; SMITH, 2001).

Bushman e Smith (2001) chamam a atenção para o fato de que os mecanismos de GC não agem de forma separada, isto é, há uma interação constante entre eles. Em outras palavras, a atuação de um órgão que compõem a estrutura de governança de uma empresa, como o conselho de administração, acarreta implicações em outras partes da estrutura, como na gestão. Os autores defendem que, ainda que a pesquisa de GC se concentre em mecanismos específicos de governança de maneira isolada, é necessária a noção de que uma estrutura de GC é composta por mecanismos que interagem uns com os outros.

Cravens e Wallace (2000) também asseveram que há pouca atenção aos efeitos globais da combinação de mecanismos que compõem as estruturas de GC. A inobservância das interações entre estes mecanismos, ou sua consideração fragmentada, tem como consequência não permitir uma avaliação confiável dos níveis de GC. Para Ho (2005), toda aferição de níveis de GC requer não somente um mapeamento da gama de mecanismos de GC disponíveis, como também a identificação de potencial interação entre eles. Isso reforça a relevância deste estudo, com uma avaliação que contemple a diversidade de dimensões e fatores (mecanismos) que compõem a estrutura de governança das empresas e que representam os *nexus* de contratos no âmbito da organização.

## 2.2.2 Dimensões e fatores de GC (perspectiva contratual)

As empresas são compostas por *nexus* de contratos (formais e não formais) entre principal(is) e agente(s). Estes contratos representam regras com direitos e responsabilidades de cada agente, critérios de avaliação de suas ações e funções de recompensa. Estes contratos estabelecem a natureza dos créditos residuais relacionados ao principal e a atribuição das etapas do processo de decisão entre os agentes (FAMA; JENSEN, 1983).

Como os responsáveis pela gestão das decisões (agentes) não são os principais reclamantes residuais da empresa, estes não absorvem parte relevante dos efeitos de suas decisões sobre o resultado da empresa. A falta de mecanismos de controle eficazes faz com que os gestores sejam mais propensos a ações que não atendam aos interesses e objetivos dos requerentes residuais (FAMA; JENSEN, 1983).

Para mitigar este tipo de conflito, Fama e Jensen (1983) propõem quatro etapas para o processo de decisão: i) iniciação; ii) ratificação; iii) execução; e, iv) monitoramento. Os autores mencionam que as etapas i) e iii) são relativas à gestão das decisões, enquanto que as etapas ii) e iv) se referem ao controle das decisões. Nesta perspectiva, orientam que, em organizações com separação de propriedade e controle, devem também fazer a separação entre o controle das decisões (ratificação e monitoramento) e a gestão das decisões (iniciação e execução). Isto porque, nesta estrutura, existem os benefícios da especialização na gestão e do compartilhamento de riscos, bem como uma solução efetiva para controle dos problemas gerados pela separação das funções de decisão e assunção de riscos.

As dimensões e fatores que compreendem a estrutura de GC são representados pela estrutura de propriedade, pelo conselho de administração, pela gestão, pela evidenciação e *accountability*, pela auditoria e pelos *stakeholders*. Estas dimensões são apresentadas no Quadro 3 e descritas nos próximos subtópicos, como forma de representação da estrutura de GC.

Quadro 3 – Dimensões e fatores de GC

Dimensões	Fatores	Estudo
Estrutura de propriedade	Participação institucional	Black, Carvalho e Gorga (2012)
	Direitos adicionais aos acionistas ordinários	Cheung <i>et al.</i> (2007) e Cheung <i>et al.</i> (2008)

<b>Dimensões</b>	<b>Fatores</b>	<b>Estudo</b>
	Direito equilibrado de votos	Cheung <i>et al.</i> (2007) e Cheung <i>et al.</i> (2008)
	Participação de <i>blockholders</i>	Chen <i>et al.</i> (2007)
	Participação de conselheiros e executivos	Beiner <i>et al.</i> (2006)
	Diretrizes para compra de ações por conselheiros	Beiner <i>et al.</i> (2006)
	Participação (ordinária) dos maiores acionistas	Chen <i>et al.</i> (2007) e Black, Carvalho e Gorga (2012)
	Autorização de remuneração pelos acionistas	Cheung <i>et al.</i> (2007) e Cheung <i>et al.</i> (2008)
	Votação facilitada por procuração	Cheung <i>et al.</i> (2007) e Cheung <i>et al.</i> (2008)
	Influência de minoritários na composição do conselho	Cheung <i>et al.</i> (2007) e Cheung <i>et al.</i> (2008)
	Controle vinculado à cadeia de valor	Cheung <i>et al.</i> (2007) e Cheung <i>et al.</i> (2008)
	Inconformidade em transações com partes relacionadas	Connelly, Limpaphayom e Nagarajan (2012), Cheung <i>et al.</i> (2007) e Cheung <i>et al.</i> (2008)
Conselho de Administração	Remuneração de conselheiros	Al-Malkawi, Pillai e Bhatti (2014)
	Frequência e reuniões do conselho	Al-Malkawi, Pillai e Bhatti (2014)
	Dualidade de funções de CEO e presidente do conselho	Farag, Mallin e Ow-Yong (2014), Black, Carvalho e Gorga (2012) e Al-Malkawi, Pillai e Bhatti (2014)
	Eleições do conselho de administração	Ammann, Oesch e Schmid (2011)
	Participação societária de conselheiros	Al-Malkawi, Pillai e Bhatti (2014)
	Reunião particular de conselheiros não executivos	Ammann, Oesch e Schmid (2011)
	Avaliação de desempenho do conselho	Ammann, Oesch e Schmid (2011)
	Orientações e políticas de governança	Ammann, Oesch e Schmid (2011)

<b>Dimensões</b>	<b>Fatores</b>	<b>Estudo</b>
	Planejamento de sucessão de CEO	Ammann, Oesch e Schmid (2011) e Farag, Mallin e Ow-Yong (2014)
	Comitês de auditoria, nomeação, remuneração e gestão de riscos	Al-Malkawi, Pillai e Bhatti (2014)
	Conselheiros não executivos	Al-Malkawi, Pillai e Bhatti (2014)
	Tamanho do conselho de administração	Al-Malkawi, Pillai e Bhatti (2014)
	Divulgação da qualificação dos conselheiros	Al-Malkawi, Pillai e Bhatti (2014)
	Independência do conselho de administração	Al-Malkawi, Pillai e Bhatti (2014)
	Participação em conselhos de outras empresas	Al-Malkawi, Pillai e Bhatti (2014)
Gestão	Diretrizes para compra de ações por gestores	Beiner <i>et al.</i> (2006)
	Prevenção contra <i>insider information</i>	Connelly, Limpaphayom e Nagarajan (2012)
	Incidências de <i>insider trading</i>	Connelly, Limpaphayom e Nagarajan (2012)
	Plano de remuneração e incentivo para gestores	Connelly, Limpaphayom e Nagarajan (2012)
	Controles internos e gerenciamento de riscos	Farag, Mallin e Ow-Yong (2014)
	Incentivo à maximização do valor da firma	Klapper e Love (2004)
	Declaração de missão com prioridade à boa governança	Klapper e Love (2004)
	Clara definição dos principais negócios da empresa	Klapper e Love (2004)
	Uso de parâmetro de retorno baseado em custo de capital próprio	Klapper e Love (2004)
	Uso de parâmetro de investimento baseado em fluxo de caixa	Klapper e Love (2004)
	Avaliação de desempenho na implementação de princípios de governança	Klapper e Love (2004)
	Evidenciação do código de conduta dos gestores	Klapper e Love (2004)

<b>Dimensões</b>	<b>Fatores</b>	<b>Estudo</b>
Evidenciação e <i>accountability</i>	Divulgação externa de relatórios anuais, direitos de acionistas, declaração de dividendos e valor de mercado	Al-Malkawi, Pillai e Bhatti (2014)
	Evidenciação da normatização adotada	Al-Malkawi, Pillai e Bhatti (2014)
	Divulgação sobre a gestão de riscos	Al-Malkawi, Pillai e Bhatti (2014)
	Evidenciação de conflito(s) de interesse(s)	Al-Malkawi, Pillai e Bhatti (2014)
	Divulgação sobre responsabilidade social corporativa	Al-Malkawi, Pillai e Bhatti (2014)
	Evidenciação sobre GC	Al-Malkawi, Pillai e Bhatti (2014)
	Divulgação sobre avaliação de créditos	Al-Malkawi, Pillai e Bhatti (2014)
	Divulgação do calendário de assembleias	Al-Malkawi, Pillai e Bhatti (2014)
	Canal para formalização de denúncias	Al-Malkawi, Pillai e Bhatti (2014)
	Divulgação de cláusulas restritivas ( <i>covenants</i> )	Smith e Warner (1979), Bushman e Smith (2001) e Armstrong, Guay e Weber (2010)
Auditoria	Tamanho da firma de auditoria	Al-Malkawi, Pillai e Bhatti (2014)
	Ratificação do contrato de auditoria em reunião anual	Beiner <i>et al.</i> (2006)
	Relação entre honorários de auditoria e outros serviços	Beiner <i>et al.</i> (2006)
	Política formal para troca de auditores	Beiner <i>et al.</i> (2006)
<i>Stakeholders</i>	Segurança e bem-estar	Cheung <i>et al.</i> (2007) e Cheung <i>et al.</i> (2008)
	Papel das partes interessadas	Cheung <i>et al.</i> (2007) e Cheung <i>et al.</i> (2008)
	Questões ambientais	Cheung <i>et al.</i> (2007) e Cheung <i>et al.</i> (2008)
	Planos de incentivos de longo prazo	Cheung <i>et al.</i> (2007) e Cheung <i>et al.</i> (2008)

Fonte: Elaborado pelo autor (2018).



Estes fatores reunidos em suas respectivas dimensões são utilizados para avaliação do nível de GC das empresas. Em linha com a visão de *nexus* contratuais, estas dimensões e fatores representam os diferentes contratos firmados que compõem as empresas. Cada dimensão e seus respectivos reflexos sobre o nível de GC são fundamentados nos próximos subtópicos. Neles, são abordados aspectos da estrutura de GC das empresas e sua relação com o problema de agência.

### 2.2.2.1 Estrutura de propriedade

A dimensão de GC denominada Estrutura de Propriedade guarda relação direta com o problema de agência, já que esse decorre justamente da separação entre propriedade e controle. A forma como se estabelece e se apresenta a estrutura de propriedade de uma empresa pode determinar as demais relações contratuais no âmbito da firma. Em outras palavras, características próprias da estrutura de propriedade determinarão qual o distanciamento entre o proprietário (principal) e o gestor (agente), seja por questões de comportamento, de interesses e objetivos, bem como pela distância física, que impossibilita ao proprietário acompanhar as atitudes e decisões tomadas pelo gestor.

Byrd, Parrino e Pritsch (1998) consideram a participação acionária de gestores como um mecanismo relevante de alinhamento de interesses e de controle. Consideram que o acréscimo de participação acionária dos gestores é um método que possibilita um alinhamento direto de interesses entre principal e agente. Na medida em que o gestor passa a possuir grande volume de ações da empresa que gere, este passa a fluir dos benefícios e recompensas, mas também a sofrer as consequências de suas atitudes, quando estas geram ou destroem valor para o acionista. Em outras palavras, a partir deste momento, este gestor que também é acionista passa a tomar melhores decisões para a empresa. Esta prática é fundamental em uma estrutura de GC, pois conecta duas dimensões de GC, a estrutura de propriedade e a gestão.

Aman e Nguyen (2008) e Bauer, Eichholtz e Kok (2010) aduzem que o monitoramento da empresa e a qualidade da GC dependem consideravelmente de suas características de participação societária. A forma como a estrutura de propriedade da empresa é composta é um dos condicionantes para a existência de conflitos de agência. A partir da concepção da estrutura de propriedade, diversos aspectos de GC passam a ser delineados, com o propósito de mitigar os efeitos nocivos resultantes dos problemas de agência, ou seja, oriundos da separação

entre propriedade e controle. A relação entre esta dimensão e outros elementos da estrutura de GC é tratada na Figura 2 do tópico 2.2.2.7.

Assim, a proporção de ações detidas por acionistas *insiders* ou *outsiders*, executivos ou não executivos, entre outros aspectos, pode influenciar nas características e estruturas de disposição e escolha de outros fatores e dimensões de GC, como conselho de administração, auditoria independente, evidenciação de informações, relacionamento com *stakeholders* e até mesmo a própria gestão (HO, 2005; CHUNG; ELDER; KIM, 2010).

De acordo com a forma pela qual se estabelece a disposição do capital colocado à disposição da empresa, todo o restante da estrutura de GC se delinea. Empresas cuja estrutura de propriedade é mais susceptível ao conflito entre agentes e principais, geralmente necessitam de maior quantidade e maior efetividade de mecanismos para reduzir o problema de agência (BAUER; EICHHOLTZ; KOK, 2010). Isto é, quanto maior a exposição aos efeitos da separação entre propriedade e controle, maiores são as necessidades de auditorias mais efetivas, de sistemas de controles internos capazes de evitar que práticas demasiadamente oportunistas sejam executadas por gestores, maior quantidade de informações devem ser evidenciadas no intuito de fornecer garantias contratuais aos proprietários, entre outras medidas passíveis de adoção para maior harmonização no relacionamento entre gestores e proprietários.

Segundo Aman e Nguyen (2008), características de participação societária estão relacionadas ao monitoramento da empresa. Nesta perspectiva, o monitoramento da empresa é influenciado pela estrutura de propriedade, ou seja, de acordo com as formas e o estabelecimento da composição social de uma empresa, é preciso um ajuste em termos de mecanismos de monitoramento para o acompanhamento das atitudes e decisões dos gestores.

Bauer, Eichholtz e Kok (2010) asseveram que, além de a estrutura de propriedade afetar o monitoramento da empresa, possui relação com a qualidade da GC. Esta visão justifica a perspectiva de Brickley e Zimmerman (2010), de que para que a GC seja adequadamente avaliada é necessária a consideração da empresa como *nexus* de contratos entre as diferentes partes (fatores e dimensões), que representam os contratos firmados no âmbito da firma, e que constituem os mecanismos de monitoramento e de vinculação para atenuação do conflito de agência. Ho (2005), Klein, Shapiro e Young (2005), Bauer, Eichholtz e Kok (2010) e Chung, Elder e Kim (2010) também apontam que características da estrutura de propriedade, como a concentração de

participação, participação institucional e participação de gestores ou outros *insiders*, influenciam o nível de GC.

Ho (2005), Klein, Shapiro e Young (2005), Bauer, Eichholtz e Kok (2010) e Chung, Elder e Kim (2010) mencionam como componentes da estrutura de propriedade que definem o nível de GC, a concentração de participação, a participação institucional e a participação de gestores ou outros *insiders*. Byrd, Parrino e Pritsch (1998) consideram grandes acionistas e investidores institucionais como importantes mecanismos de monitoramento. De acordo com Shleifer e Vishny (1989), a teoria econômica sugere que o monitoramento por acionistas comuns não é suficiente. Consideram que, quando apenas uma minoria dos acionistas busca acompanhar as atitudes e decisões dos gestores, estes acionistas passam a assumir todos os custos do monitoramento do gestor e somente conseguem os benefícios correspondentes a parte do capital que possuem. Ademais, Shleifer e Vishny (1989) chamam a atenção para o fato de que como os benefícios do monitoramento são compartilhados, proporcionalmente, entre todos os acionistas. Assim, pequenos acionistas se abstêm da tarefa de monitorar o gestor, a espera de que outro acionista o faça (problema de *free-rider*).

Segundo Byrd, Parrino e Pritsch (1998), quando grandes acionistas e investidores institucionais se encarregam de monitorar as atitudes e decisões dos gestores há uma considerável diminuição dos custos de agência. Byrd, Parrino e Pritsch (1998) explicam que investidores institucionais, como empresas que possuem investimentos em diversas companhias, que têm a sua disposição especialistas capazes de monitorar o desempenho da empresa, e que, por investirem em muitos negócios, conseguem uma diluição dos custos de monitoramento.

Empresas com maior concentração de ações ordinárias tendem a apresentar um maior nível de entrincheiramento de seu controle, enquanto empresas com maior nível de participação institucional tendem a ter um monitoramento mais efetivo de investidores com um maior nível de sofisticação e compreensão de questões corporativas e entendimento de aspectos ligados aos conflitos de agência. Segundo Shleifer e Vishny (1989), o entrincheiramento da gestão é um dispositivo anti-governança que oferece aos gestores a inibição da efetividade dos mecanismos de controle estabelecidos para proteção da empresa.

Neste sentido, um conflito de agência entre controladores e não controladores gerado pela concentração de direitos a voto pode ser

atenuado com a presença de *blockholders* em sua estrutura, pois estes, quando independentes, oferecem proteção e criam barreiras contra decisões arbitrárias e contrárias ao interesse dos demais investidores. Caso similar é observado em estruturas que possuem investidores institucionais, o que tende a fazer com que o controlador perceba um monitoramento de suas ações por indivíduos que têm um maior controle e conhecimento acerca de investimentos e ambientes corporativos.

### 2.2.2.2 Conselho de administração

Fama (1980) aponta como um dos mecanismos a serviço da harmonização da relação de agência, o conselho de administração (*board of directors*), que se relaciona com os demais fatores e dimensões que compõem uma estrutura de GC. De acordo com o autor, este órgão possibilita o monitoramento das decisões e ações do gestor por indivíduos internos a serviço dos acionistas. À medida que o conselho de administração passa a ser composto por acionistas ou por pessoas ligadas aos acionistas, ocorre, além de um maior monitoramento, a possibilidade de um maior alinhamento de interesses entre principal e agente.

No entanto, Fama (1980) levanta uma discussão sobre a forma ideal de composição do conselho de administração. Considera que o domínio integral do conselho por acionistas não é recomendável, pois a difusão de investimentos destes indivíduos em outras empresas, apesar de benéfica, em termos de uma ótima alocação de assunção de riscos, torna difícil seu engajamento em uma empresa específica. Os gestores de topo também não são recomendáveis, sobretudo quando existe alta concorrência entre estes gestores, o que nas palavras de Fama (1980) significa que todos querem ser “o chefe dos chefes”. Neste tipo de ambiente, os gestores podem decidir que a colusão e a expropriação da riqueza do principal são melhores do que a concorrência entre si.

O conselho de administração é visto como um órgão induzido pelo mercado e como o monitor interno final dos *nexus* de contratos chamado empresa, com a principal função de examinar os maiores tomadores internos de decisão. Na visão de equipe, ou de *nexus* de contratos, não se pode descartar a evolução dos conselhos de administração que congregam diversos fatores de produção (ou seus representantes contratados), cujo traço comum é o reflexo das ações de decisores de topo sobre seus produtos marginais (FAMA, 1980).

Assim, o conselho é um mecanismo de custo relativamente baixo para substituir ou reordenar os gestores de topo. Em outras palavras, tem

custos mais baixos, por exemplo, do que um mecanismo externo, embora a existência de um mecanismo externo consista em outra força que ajuda a sensibilizar o mercado de trabalho de gestores internos (FAMA, 1980).

Na dimensão que representa o conselho de administração, Ho (2005) e Al-Malkawi, Pillai e Bhatti (2014) explicam que, a estrutura, a responsabilidade e o conflito de interesses no conselho de administração são características que devem ser levadas em consideração, quando da avaliação da estrutura de GC. De acordo com as funções pelas quais os membros do conselho devem agir e suas responsabilidades, pode haver diferença no nível de GC, pois conselheiros mais atuantes e efetivos tendem a atenuar o risco de que o gestor tome decisões e tenha atitudes contrárias ao interesse e aos objetivos dos acionistas. O conflito de interesses também é uma característica que pode aumentar ou diminuir o risco de problemas de agência, pois conselheiros com conflito de interesses podem não ter plena dedicação para evitar que o gestor aja de forma oportunista, em prol de seus próprios benefícios. Em outras palavras, é preciso que o conselho de administração tenha independência e capacidade para garantir o atendimento aos objetivos da organização, como um efetivo mecanismo de controle na estrutura de GC.

Balasubramanian, Black e Khanna (2010) e Al-Malkawi, Pillai e Bhatti (2014) apontam a dualidade de funções no conselho como uma questão prejudicial à GC, visto que se o presidente do conselho de administração é também o principal executivo de uma empresa (CEO), há um risco manifesto de conflito de interesses, que levanta dúvidas quanto à independência e efetividade deste órgão. Esses autores incluem ainda o tamanho (quantidade de membros) do conselho de administração, a *expertise*, a independência e a instituição de comitês corporativos como elementos fundamentais em uma estrutura de GC. De acordo com Chen *et al.* (2007), o conselho de administração, assim como a gestão, auxiliam no monitoramento e no alcance dos interesses da empresa e de seus acionistas.

Farag, Mallin e Ow-Yong (2014) consideram o conselho de administração como responsável pelo controle das atividades da gestão e como auxiliar na redução do problema de agência. Neste contexto, a Teoria da Agência dá o suporte necessário à compreensão e estabelecimento das relações pelas quais os fatores que compreendem a dimensão conselho de administração possam atenuar ou aumentar o conflito gerado entre principal e agente, bem como seus efeitos sobre os níveis de GC.

No Brasil, a composição do Conselho de Administração deve conter ao menos 3 (três) membros eleitos pela Assembleia Geral. Esta exigência se dá pelo Art. 140 da Lei nº 6.404/76. Ademais, o referido artigo estabelece que o prazo de mandato destes conselheiros não pode exceder a 3 (três) anos, permitida a reeleição. As competências do Conselho de Administração variam de acordo com cada empresa. No entanto, são apresentadas no Quadro 4 as competências exigidas pela Lei nº 6.404/76.

Quadro 4 – Competências do Conselho de Administração atribuídas pela Legislação Societária

Fixar a orientação geral dos negócios da companhia;  
Eleger e destituir os diretores da companhia e fixar-lhes as atribuições, observado o que a respeito dispuser o estatuto;  
Fiscalizar a gestão dos diretores, examinar, a qualquer tempo, os livros e papéis da companhia, solicitar informações sobre contratos celebrados ou em via de celebração, e quaisquer outros atos;  
Convocar a assembléia-geral quando julgar conveniente, ou no caso do artigo 132;  
Manifestar-se sobre o relatório da administração e as contas da diretoria;  
Manifestar-se previamente sobre atos ou contratos, quando o estatuto assim o exigir;  
Deliberar, quando autorizado pelo estatuto, sobre a emissão de ações ou de bônus de subscrição; (Vide Lei nº 12.838, de 2013) Autorizar, se o estatuto não dispuser em contrário, a alienação de bens do ativo não circulante, a constituição de ônus reais e a prestação de garantias a obrigações de terceiros; (Redação dada pela Lei nº 11.941, de 2009) Escolher e destituir os auditores independentes, se houver.

Fonte: Art. 142 da Lei nº 6.404/76.

Para as empresas brasileiras a composição do Conselho de Administração pode ser influenciada por, além dos acionistas controladores, também pelos minoritários. O §4º do Art. 141 da Lei nº 6.404/76 estabelece que, os acionistas minoritários têm direito de eleger e destituir um membro do conselho de administração (e seu suplente) quando possuírem no mínimo 15% (quinze por cento) das ações ordinárias ou 10% (dez por cento) das ações preferenciais. O princípio de Governança da Equidade trata desta questão.

De maneira integrada, entre os diferentes contratos que compõem a estrutura de GC, o conselho de administração pode suprir deficiências e falhas em outros mecanismos da estrutura de governança, como problemas relacionados à estrutura de propriedade, direitos dos

acionistas, disposições legais e estatutárias, comportamento corporativo, controles internos, responsabilidade social, relações com investidores, evidenciação, tratamento e atenção aos *stakeholders*, segurança e independência aos auditores e uma série de outros mecanismos que, em casos de fragilidades, podem ser compensados por melhorias no conselho de administração.

### 2.2.2.3 Gestão

Na dimensão gestão, que representa especificamente os *nexus* contratuais entre o gestor (agente) e o proprietário (principal), estão compreendidos fatores como elementos da estrutura de GC capazes de determinar com que grau se manifesta o conflito de agência em uma empresa, além das formas possíveis de mitigação do risco de problemas relacionados ao desalinhamento de objetivos e interesses entre agente e principal.

É oportuno retomar a orientação de Fama e Jensen (1983), de que com a sujeição ao problema de agência, deve haver a separação entre o controle das decisões (ratificação e monitoramento) e a gestão das decisões (iniciação e execução). Sob esta abordagem, é possível fruir dos benefícios da especialização na gestão e do compartilhamento de riscos, além de viabilizar uma solução efetiva para controle dos problemas gerados pela separação das funções de decisão e assunção de riscos.

Klapper e Love (2004) e Ho (2005) advertem que, fatores como a remuneração, incentivos, opção de ações e metas dos gestores funcionam como mecanismos de alinhamento de interesses entre agente e principal. Para Byrd, Parrino e Pritsch (1998), a remuneração dos gestores é fundamental para o alinhamento dos interesses de agente e principal. Para empresas em que o principal encontra dificuldades em monitorar as medidas e decisões adotadas pelo agente este mecanismo é fundamental. A formalização deste tipo de mecanismo compreende um grande desafio contratual que é determinar o montante suficiente de remuneração para atrair e manter administradores talentosos com incentivos à criação de valor aos acionistas.

Byrd, Parrino e Pritsch (1998) consideram que três fatores podem ser utilizados para mitigar o problema e reduzir os custos de agência. Estes fatores são: definição de salários; planos de remuneração variável baseados na contabilidade; e, concessão de ações da empresa.

Klapper e Love (2004), Tsipouri e Xanthakis (2004) e Ho (2005) pontuam a experiência e a qualificação como fatores a serem levados em consideração para aferição do nível de GC.

Outra questão, levantada por Tsipouri e Xanthakis (2004) e Ho (2005), é a contribuição do fator *expertise* no setor de atuação, em que, gestores com maior *expertise* no segmento em que a empresa por eles gerida atua têm um diferencial no alcance de objetivos favoráveis, o que constitui o desejo e interesse manifesto pelo principal, ou seja, de maximização de sua riqueza. De acordo com Ho (2005), esta constatação do alinhamento dos interesses de principal e agente pode ser realizada mediante o acompanhamento da evolução do desempenho econômico-financeiro da empresa. Assim, estas medidas possibilitam a redução do conflito de agência e elevam o nível de GC apresentado por estas empresas.

Cabe salientar que uma série de mecanismos de controle e vinculação pode ser estabelecida no âmbito desta dimensão, pois assim como a Teoria da Agência defende, diversos são os estímulos para que o agente aja em benefício de seus objetivos particulares, em detrimento dos interesses do principal, como a própria natureza humana que revela o instinto de procura pela maximização de benefícios próprios, além de um comportamento maximizador, avaliativo e engenhoso por parte dos indivíduos (JENSEN; MECKLING, 1976). Tudo isto tende a se potencializar em ambientes com elevado nível de assimetria informacional, em que há dificuldade de monitoramento e decisão em condições de incompletude informacional e incerteza de previsões (ALCHIAN, 1950).

Em virtude da existência de assimetria informacional, alguns mecanismos são necessários para evitar que pessoas bem informadas consigam obter vantagens pela escassez de informações disponibilizadas publicamente ao mercado. Segundo Bettis, Coles e Lemmon (2000), a negociação de valores mobiliários mediante o uso de informações privilegiadas (*insider trading*) possui incentivos e desincentivos. De um lado, se trata de uma prática proibida. Pode gerar ganhos expressivos a pessoas que detenham informações privilegiadas que somente serão divulgadas futuramente ao mercado (BETTIS; COLES; LEMMON, 2000). Neste caso, em linha com a Teoria da Agência, há uma motivação ao agente detentor da informação em buscar a maximização de sua própria utilidade (JENSEN; MECKLING, 1976). Por outro lado, no contexto de GC, são necessários mecanismos de controle para que não haja práticas de uso de informação privilegiada (*insider*



*information*) na negociação de títulos da empresa (BETTIS; COLES; LEMMON, 2000).

Dentre os demais *nexus* de contratos disponíveis para redução do nível de assimetria informacional nas estruturas de GC, citam-se as dimensões: evidenciação e *accountability*; e auditoria. Segundo Jensen e Meckling (1976), estes mecanismos de monitoramento são fontes de controle do comportamento e das decisões praticadas pelos gestores (agente), a partir da delegação da função administrativa por parte dos proprietários ou acionistas (principal).

#### 2.2.2.4 Evidenciação e *accountability*

Segundo Bricker e Chandar (1998), a contabilidade possui um importante papel para a mitigação dos problemas de agência. Estes autores colocam a contabilidade como parte integrante dos contratos que compõem a firma. A este respeito, evidenciação e *accountability* correspondem a elementos gerados pela contabilidade para que se tenha um monitoramento (controle) das ações dos agentes por parte dos principais. Bricker e Chandar (1998) exemplificam esta situação a partir dos arranjos contratuais entre empresas e credores, por meio de cláusulas contratuais estabelecidas fortemente com bases contábeis.

As peças de evidenciação geradas pela contabilidade, assim como a *accountability*, constituem fatores de GC que auxiliam a reduzir o conflito de agência. Estes fatores representam os diferentes *nexus* de contratos que compõem as estruturas de GC. Esta evidenciação é realizada por meio de diferentes relatórios. Balasubramanian, Black e Khanna (2010) e Al-Malkawi, Pillai e Bhatti (2014) apontam as divulgações de remuneração de gestores e conselheiros como fator que compreende a dimensão evidenciação e *accountability*. A evidenciação da remuneração é uma das formas de redução do conflito de agência e aumento do alinhamento de interesses e objetivos entre agente e principal. O principal, em função do distanciamento que possui da administração, tem por meio deste tipo de evidenciação uma redução do problema de seleção adversa, uma vez que pode reduzir em parte a assimetria informacional relacionada à forma como o gestor foi recompensado por sua atuação. De acordo com Al-Malkawi, Pillai e Bhatti (2014), empresas que divulgam este tipo de informação são, além de mais transparentes com seus acionistas, mais comprometidas com as práticas de GC.

Outro tipo de evidenciação apontado como componente das estruturas de GC por Balasubramanian, Black e Khanna (2010) e Al-

Malkawi, Pillai e Bhatti (2014) diz respeito aos riscos e transações com partes relacionadas. Estes fatores cumprem basicamente o papel de auxiliar no monitoramento de empresas para acionistas que não têm acesso ou proximidade da administração e desejam controlar os passos do gestor. Black, Jang e Kim (2006) relacionam como fatores necessários ao monitoramento por estes indivíduos, a disponibilidade de informações aos acionistas, representada pelos canais de comunicação disponíveis. Klapper e Love (2004) mencionam que também são úteis para a redução do conflito de agência as divulgações pontuais de estimativas. Shen e Chih (2007) referendam a adoção de medidas para o aumento da proteção dos direitos dos investidores como fatores de GC capazes de harmonizar a relação entre principal e agente.

Smith e Warner (1979) e Bushman e Smith (2001) consideram a existência de cláusulas restritivas, sob a forma de *covenants*, como mecanismos de governança. Estes mecanismos reduzem os custos e conflitos de agência e possibilitam o monitoramento das decisões da administração relacionadas a saídas de fluxos de caixa por parte dos credores de financiamentos (ARMSTRONG; GUAY; WEBER, 2010). Os credores passam a ter uma grande variedade de direitos de controle a partir da violação de *covenants* pelo devedor (SMITH; WARNER, 1979).

Indissociável à qualidade das evidenciações praticadas pelas empresas, aos controles internos existentes, às características da estrutura de propriedade e de gestão, bem como de todos os demais mecanismos que compõem a estrutura global de GC está a auditoria. Representada pelas auditorias interna e externa (independente), são mecanismos encarregados pelo monitoramento da relação principal-agente. A auditoria externa (independente) é responsável pelo acompanhamento e emissão de opinião independente relacionada à adequação dos relatórios financeiros que dão suporte ao processo de evidenciação nas organizações e que, conseqüentemente, oferece formas de redução do problema de agência (JENSEN; MECKLING, 1976; WATTS; ZIMMERMAN, 1983).

#### 2.2.2.5 Auditoria

A dimensão auditoria representa o mecanismo de monitoramento para redução do conflito de agência, em que profissionais especializados são capazes de opinar sobre a adequação das práticas adotadas pela gestão. Jensen e Meckling (1976) e Watts e Zimmerman (1983) aduzem que a auditoria independente cumpre a tarefa de opinar sobre as

informações prestadas aos proprietários, sócios ou acionistas por meio de relatórios contábeis e econômico-financeiros, no que concerne à sua adequação. No entanto, a condição de imparcialidade é mencionada como fundamental por Watts e Zimmerman (1983), que justificam que, não basta que o auditor tenha a capacidade para encontrar não conformidades, é preciso que este seja independente, ou seja, imparcial para relatar as falhas encontradas na relação contratual entre agente e principal.

DeAngelo (1981), Watts e Zimmerman (1983) e Bauer, Eichholtz e Kok (2010) apontam como essenciais para a efetividade da auditoria as características de independência, porte e reputação. Assim, estes fatores são necessários ao estudo das estruturas de GC, propiciada pela auditoria. Para Watts e Zimmerman (1983), é necessário que o auditor tenha condições para expressar sua opinião profissional com imparcialidade. Quanto ao porte, DeAngelo (1981) afirma que grandes firmas de auditoria têm um capital reputacional a zelar. Por isso, empresas com auditorias que apresentem estas características têm um maior grau de monitoramento externo e, conseqüentemente, possuem maior nível de GC.

Rodízios e trocas de firmas de auditoria também são apontados por Brown e Caylor (2006) e Bauer, Eichholtz e Kok (2010) como características que influenciam favoravelmente o nível de GC. Beiner *et al.* (2006) e Brown e Caylor (2006) apontam o fator de restrições a outros serviços como um dispositivo contratual a ser considerado na aferição do nível de GC. Neste dispositivo há o estabelecimento de que equipes responsáveis por auditorias independentes não sejam contratadas para a prestação de serviços como de consultoria ou de assessoramento de quaisquer outras naturezas. Estas iniciativas são consideradas como necessárias para evitar o chamado efeito familiaridade entre auditor e auditado. Isso para ter uma garantia de maior independência dos auditores e que estes sejam mais eficientes na função de redução do conflito de agência.

#### 2.2.2.6 Stakeholders

A dimensão *stakeholders* é capaz de influenciar o nível de GC. Os *stakeholders*, como parte integrante do ambiente em que a empresa se insere, oferecem uma série de estímulos à GC. Estabelecem vínculos contratuais com a empresa e em contrapartida têm diferentes exigências decorrentes deste relacionamento, seja pelo fornecimento de recursos úteis às atividades empresariais como fornecedores, financiadores e

clientes, seja por outras partes interessadas, como sindicatos, governos, entre outros. A forma pela qual estes *stakeholders* interagem com a empresa e o modo com que a empresa responde a estes indivíduos fornece a noção do envolvimento da empresa para com as práticas de GC (CHEUNG *et al.*, 2007).

Dentre os fatores que compõem esta dimensão, Cheung *et al.* (2007) e Connelly, Limpaphayom e Nagarajan (2012) explicam que benefícios, segurança e bem estar dos funcionários, quando oferecidos pela empresa, demonstram zelo no relacionamento com estes *stakeholders*, bem como propiciam um maior comprometimento destes funcionários, que são responsáveis pela execução das práticas de GC. Neste caso, as práticas de GC tendem a ser mais efetivas devido ao envolvimento das pessoas em sua consecução.

Connelly, Limpaphayom e Nagarajan (2012) incluem como fator a ser considerado a concessão de fundos de aposentadoria e pensão, bem como os programas de formação e aperfeiçoamento à comunidade e funcionários. Estas práticas demonstram a iniciativa que a empresa tem em prover melhores condições de vida e de trabalho à comunidade e aos seus colaboradores.

Por fim, em termos informacionais no relacionamento com os *stakeholders* que revelam o envolvimento da empresa com a GC, Cheung *et al.* (2007) destacam as divulgações de questões ambientais como fator que auxilia o processo de aferição do nível de GC praticado pelas empresas. Empresas que divulgam este tipo de informação demonstram empenho em evidenciar informações que permitam aos interessados conhecerem suas ações na promoção da sustentabilidade. Tsipouri e Xanthakis (2004) também consideram que a acessibilidade das informações prestadas pela empresa permite dimensionar sua transparência e capacidade de informar indivíduos sobre temas de seu interesse. Estas questões estão ligadas à redução de assimetria informacional no âmbito da empresa.

#### 2.2.2.7 Estrutura de GC

Estudos anteriores realizaram avaliações de níveis de GC para diferentes finalidades. Tsipouri e Xanthakis (2004) objetivaram avaliar o nível de GC de um conjunto de empresas. Ho (2005) buscou avaliar a relação entre o nível de GC e a competitividade das empresas. Drobotz, Schillhofer e Zimmermann (2004) e Chen *et al.* (2007) avaliaram a relação entre o nível de GC e o retorno das ações. Chung, Elder e Kim (2010) estudaram a relação entre o nível de GC e a liquidez das

empresas. Al-Malkawi, Pillai e Bhatti (2014) realizaram avaliações e comparações entre níveis de GC de empresas de diferentes países.

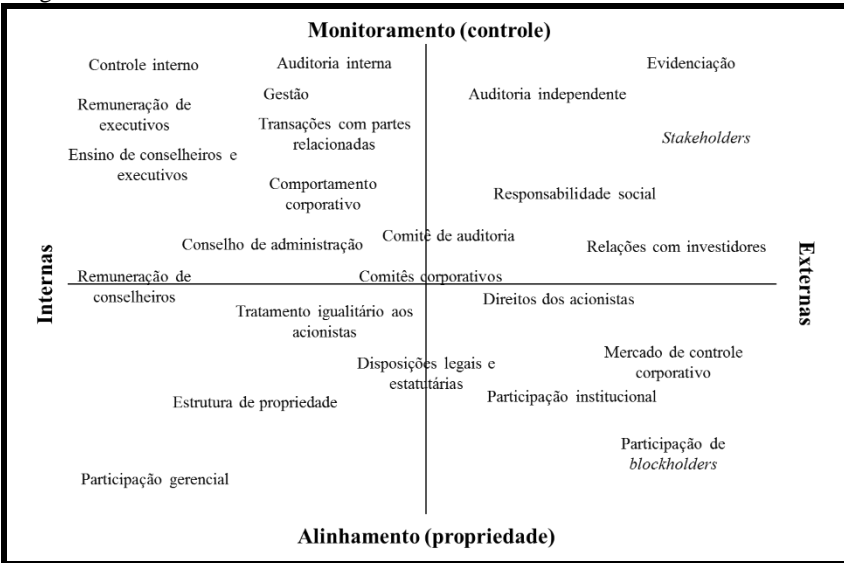
Apesar de finalidades distintas, estes estudos têm em comum a iniciativa de aferir o nível de GC a partir de dimensões e fatores que expressam medidas de GC. Em linha com a teoria de base da presente pesquisa, estes fatores e dimensões representam os diferentes contratos pelos quais a empresa tem origem. A partir dos *nexus* formados entre estes diferentes contratos é que a firma tem sua origem e a estrutura de GC é expressa (BRICKLEY; ZIMMERMAN, 2010).

Os *nexus* de contratos que compõem a estrutura de uma empresa são representados por mecanismos que resultam em diferentes fatores de GC. A combinação destes diferentes fatores resulta em dimensões de GC. A forma como estes fatores são estruturados e o modo como funcionam determinam uma medida para avaliação da estrutura de governança das empresas. Estes fatores representam os mecanismos de alinhamento e monitoramento postulados por Jensen e Meckling (1976).

Brickley e Zimmerman (2010) enfatizam que estes *nexus* de contratos compõem conjuntamente fatores e dimensões de GC, e que a combinação destes é o que determina a efetividade do alcance da governança sobre as práticas da empresa. Como estes diferentes fatores e dimensões funcionam de maneira integrada, ocorrem compensações entre estes elementos. Neste contexto de compensações é possível estabelecer a estruturação de elementos que sejam capazes de compensar deficiências e/ou fragilidades na estrutura global de governança da empresa.

Na Figura 2 são apresentados estes elementos (dimensões e fatores tratados no tópico 2.2.2) sob o ponto de vista funcional. Por meio dela, é possível compreender as funções de cada elemento que compõe a estrutura de GC, segregados, segundo o tipo de mecanismo de redução de conflito de agência, ou seja, de monitoramento e/ou de alinhamento.

Figura 2 – Visão dimensional dos mecanismos de GC



Fonte: Elaborada pelo Autor (2018).

Observam-se na Figura 2 mecanismos internos e/ou externos, isto é, cujas escolhas ou o poder de decisão estejam mais próximos (ao alcance) ou afastados (fora do alcance) da empresa quando do estabelecimento de diretrizes relacionadas às boas práticas de governança da empresa. Expressa também mecanismos que estão relacionados ao alinhamento (propriedade) e/ou monitoramento (controle) em um contexto de redução dos conflitos de agência, além de expressar a integração bidimensional destes mecanismos.

Nesta representação é possível observar a integração entre os mecanismos de GC e a existência de um sistema de compensações entre estes mecanismos. Empresas com deficiências ou fraquezas em seus controles internos podem tanto superar este problema com a melhoria de seus controles internos, como obter uma compensação a partir de outros mecanismos, como melhores auditorias, aumento do nível de evidenciação e/ou de monitoramento por *stakeholders*, criação de estratégias de relacionamento com investidores, entre outros (BUSHMAN; SMITH, 2001; HO, 2005).

Problemas relacionados à estrutura de propriedade como um alto nível de entrenchamento do controle também podem ser mitigados por meio do aumento de participações institucionais e/ou de *blockholders*,

ampliação dos direitos dos acionistas minoritários ou não controladores, melhoria de características do conselho de administração e/ou de seus comitês, entre outras possíveis soluções (SHLEIFER; VISHNY, 1989; KLAPPER; LOVE, 2004).

Este sistema de compensações é válido para todos os demais mecanismos que compõem a estrutura de GC e reforçam a ideia de que uma avaliação do nível global de GC deve levar em consideração o fato de uma empresa ser composta por *nexus* de contratos e que o sistema de governança é determinado pela integração destes diferentes contratos (BRICKLEY; ZIMMERMAN, 2010). Ademais, estas compensações se sustentam nas perspectivas de Bushman e Smith (2001), que os mecanismos de GC não agem de forma separada devido a uma interação constante entre eles.

Deste modo, estudos empíricos que optam pela simplificação da representação dos *nexus* contratuais que compõem a empresa, por meio de poucas dimensões ou simplesmente pela ausência destas, colocam em risco a efetividade das mensurações realizadas. Segundo Brickley e Zimmerman (2010), uma das maiores fragilidades dos estudos da área contábil que investigam relações de questões contábeis com a governança é o uso de métricas simplificadas. Pelo fato de utilizarem medidas de GC como variáveis independentes ou de controle em suas pesquisas, acabam por utilizar estratégias mais simples para mensurar a GC. Isto para que possam privilegiar métricas mais robustas para as variáveis dependentes, como gerenciamento de resultados, conservadorismo contábil, entre outras. Para eles, embora os pesquisadores optem por estratégias simplificadas no que tange à GC por terem foco em questões relevantes de contabilidade, não se pode afirmar que estejam efetivamente medindo aquilo que pretendem medir, a GC.

Por meio da representação bidimensional (taxonomia) apresentada na Figura 2 é possível observar que aspectos negativos relacionados aos mecanismos da estrutura de GC podem ser solucionados tanto por mudanças e melhorias do mecanismo que tenha problema, como pela melhoria em outros mecanismos que, por integração, supram ou compensem sua falta, fragilidade ou deficiência. Nem sempre a solução para o problema em um mecanismo específico virá de um único aspecto e nem sempre deste mesmo mecanismo. Deste modo, a taxonomia apresentada corrobora a ideia de integração e interação entre os diferentes mecanismos (diferentes contratos).

A partir dos estudos revisados é possível observar que como as empresas são compostas por *nexus* de contratos, a GC é definida por

meio de dimensões e fatores (mecanismos) que representam os contratos. A contribuição e o alcance de cada dimensão e fator são singulares, mas suas interações são necessárias e desejáveis. As dimensões estrutura de propriedade e gestão determinam o conjunto dos demais fatores e dimensões necessários à estrutura global de GC.

A combinação de mecanismos determina o alcance das práticas de GC como mediadoras no tratamento dos problemas resultantes da separação entre propriedade e controle e a presença (ou ausência) de determinados fatores e dimensões acarretam em necessidades de compensação por outros fatores e dimensões.

Com o delineamento do conjunto de dimensões e fatores a serem adotados nesta pesquisa, como forma a atender adequadamente a visão de *nexus* contratuais, pode-se então proceder ao levantamento de características das empresas que compreendem os determinantes dos níveis de GC. A proposta de uso destas características é que elas sejam sustentadas por questões que permeiam o ambiente de agência. Com isso, é possível, com fundamentação na Teoria da Agência, buscar explicações para o fato de as empresas apresentarem maior ou menor nível de GC, de acordo com atributos contábeis e não contábeis, neste estudo designados como determinantes dos níveis de GC.

### **2.2.3 Estudos sobre a relevância da Governança Corporativa (GC)**

Neste tópico são apresentados outros estudos que contribuem com o desenvolvimento desta pesquisa. São estudos que não se dedicaram a investigação de determinantes de níveis de GC, tampouco a avaliação de estruturas de GC com base em dimensões e fatores de GC, mas que auxiliam na compreensão do *status quo* sobre o desenvolvimento da governança em diferentes países, inclusive no Brasil.

O estudo de Farber (2005), publicado no periódico *The Accounting Review*, tem como relevância a discussão sobre a importância da GC. O autor aborda a questão “se a governança importa”. Estudou uma amostra de 87 empresas apontadas pela SEC por terem manipulado suas demonstrações financeiras. Os resultados encontrados por Farber (2005) confirmam que a prática das manipulações está relacionada às empresas com estruturas mais fracas de GC. Constataram também que após a identificação da manipulação, estas empresas buscaram melhorar suas estruturas de GC. Observaram também que empresas que melhoram suas estruturas de GC conseguem maior valorização de suas ações e que os investidores avaliam



positivamente o fortalecimento da estrutura de governança das empresas.

Posteriormente, na China, Cheung, *et al.* (2008) também estudaram se a GC importa. Estudaram 100 empresas chinesas no ano de 2004. Diferentemente do resultado observado por Farber (2005), Cheung, *et al.* (2008) constataram que os benefícios da boa governança não é plenamente incorporado pelo mercado nas avaliações das empresas chinesas. Este resultado levanta a discussão acerca da importância da GC em outros países. Atrelada a este achado está a necessidade de estudo desta questão para as empresas brasileiras. Ademais, deve-se salientar que a visão de *nexus* contratuais oferecida pela reunião dos mecanismos de controle e de vinculação dispersos nos estudos anteriores pode contribuir com o estudo da importância da governança fora dos Estados Unidos.

Isto se reforça com outro estudo desenvolvido nos Estados Unidos. Como panorama acerca da GC, a pesquisa de Carcello, Hermanson e Ye (2011) fornece uma visão dos reflexos gerados pela governança. Com base em estudos internacionais de revisão de literatura, de meta-análise e empíricos concluíram que empresas com boas características de GC têm também bons resultados de contabilidade, auditoria e de controles internos. Em relação aos resultados contábeis, são empresas com menos relatórios financeiros fraudulentos, menor quantidade de refazimento e republicações, com maior qualidade de *accruals* e maior nível de conservadorismo contábil. Em termos de auditoria realizam menos trocas de auditores após o recebimento de pareceres modificados, tendem a contratar mais auditores de firmas de auditoria *big four* e evitam contratar auditores sucessores da Arthur Andersen.

Sob um ponto de vista complementar, Bebchuk, Cohen e Ferrell (2009) e Black, Carvalho e Gorga (2012) investigaram o que importa na GC. Nesta perspectiva, para que a GC importe, é preciso saber quais de seus aspectos e características geram benefícios para as empresas. Bebchuk, Cohen e Ferrell (2009) estudaram empresas integrantes dos relatórios publicados pelo *Investor Responsibility Research Center* (IRRC). Estudaram os efeitos de Conselhos de Administração escalonados, limites às alterações do estatuto social, mecanismos de proteção contra aquisições hostis de controle (*poison pills*), garantias aos executivos em caso de aquisição hostil de controle (*golden parachutes*) e requisitos mais rigorosos para fusões e alterações do estatuto social. Black, Carvalho e Gorga (2012) estudaram os efeitos de mecanismos de GC em empresas brasileiras. Os mecanismos estudados

foram a estrutura de propriedade, procedimentos do conselho de administração e direitos dos acionistas minoritários.

Silveira, Barros e Famá (2003) investigaram se há relevância da GC sobre o valor das companhias abertas brasileiras. Estudaram dados de 120 empresas no período entre 1998 e 2000. Avaliaram GC com base em três fatores, quais sejam: dualidade de funções entre CEO e Presidente do Conselho de Administração; tamanho do conselho de administração; e, independência do conselho de administração. Os resultados denotaram que empresas que possuem pessoas distintas ocupando a presidência do conselho e a função de CEO são mais bem valorizadas pelo mercado. Entretanto, deve-se destacar que os três fatores estudados dizem respeito parcialmente a uma única dimensão de GC, o conselho de administração. Há que se destacar também que outros aspectos do conselho de administração como a frequência de participação em reuniões, avaliações de desempenho dos conselheiros, remuneração, entre outros fatores não são considerados no estudo em questão.

O estudo de Gallon, Beuren e Hein (2007) teve como objetivo analisar a relação entre o grau de evidenciação das empresas brasileiras e seus níveis de GC. Estudaram dados de 55 empresas no ano de 2004. Por meio de uma análise documental verificaram informações obrigatórias e não obrigatórias. Os resultados confirmam que, independentemente da obrigatoriedade de divulgação, existe uma melhora na qualidade da prestação de informações ao mercado por empresas que possuem níveis diferenciados de GC. Este resultado reforça a ideia de que a GC consiste em uma solução efetiva para que as empresas consigam reduzir a assimetria de informações e mitigar problemas decorrentes da separação entre propriedade e controle.

A pesquisa de Nardi e Nakao (2008) avaliou o impacto dos níveis diferenciados de GC sobre a imagem institucional das empresas. A pesquisa foi realizada por meio de questionários enviados aos departamentos de Relações com Investidores das empresas. Os resultados indicaram que a imagem institucional das empresas é afetada pela adesão aos níveis diferenciados de GC. Ademais, os resultados denotam que esta melhora da imagem institucional está mais relacionada aos próprios acionistas das companhias do que aos *stakeholders*. De acordo com estes achados, constata-se, portanto, que a GC oferece relevância aos *shareholders*, isto é consiste em um mecanismo de proteção apreciado pelos acionistas das empresas.

Almeida-Santos, Verhagem e Bezerra (2011) avaliaram a relação entre a prática de gerenciamento de resultados por decisões operacionais

(GDO) e a GC. Foram utilizados dados de 14 empresas referentes aos anos de 2005 a 2009. Os resultados encontrados sustentam a hipótese de que empresas com diferencial de GC estão menos propensas à prática de GDO. Foram avaliadas as práticas de GDO relativas a despesas com vendas, gerais e administrativas e os achados da pesquisa apontaram que a GC é um mecanismo de bloqueio a estas práticas. Somente não foi verificada a efetividade da GC para os casos de GDO relacionados às despesas operacionais em função dos níveis de produção. Assim como os resultados de Nardi e Nakao (2008), os achados desta pesquisa denotam que a GC corresponde a um mecanismo capaz de ajudar as empresas no controle dos problemas entre principal e agente.

A pesquisa de Colauto *et al.* (2009) objetivou verificar o conteúdo da evidenciação de ativos intangíveis não adquiridos das empresas brasileiras. Avaliaram relatórios de administração de 80 empresas referentes ao ano de 2006. Os resultados da pesquisa indicaram que as empresas do Novo Mercado possuíam relações mais expressivas de evidenciação do que as demais empresas. Este resultado denota que a GC auxilia na melhoria da evidenciação de informações prestadas aos usuários.

O estudo de Correia, Amaral e Louvet (2011) teve como objetivo construir um índice para medir a qualidade da governança das empresas brasileiras. Basearam-se em 19 fatores dispostos em cinco dimensões. Entretanto, quando considerado que a dimensão de proteção aos minoritários utilizada é parte integrante da dimensão de estrutura de propriedade esta quantidade se reduz para quatro dimensões. Analisaram dados de 242 empresas dos anos de 1997 a 2006. Os resultados indicaram aumento dos níveis de GC das empresas ao longo dos anos estudados. Apontaram também que houve o aumento da confiança do mercado em relação a empresas com maiores níveis de GC. Destaca-se, contudo, que há a necessidade de um estudo mais rigoroso das estruturas de GC. Ainda é necessário que estudos consigam cobrir uma maior parcela da gama de dimensões e fatores que expressam os mecanismos de controle e de vinculação para composição das estruturas de GC.

Macedo e Corrar (2012) compararam o desempenho contábil-financeiro de empresas com níveis diferenciados de governança corporativa da B3 e outras sem esta característica. Avaliaram dados de empresas do setor elétrico brasileiro entre os anos de 2005 e 2007. Constataram, apenas para o ano de 2005, que empresas com diferencial de GC têm desempenho econômico-financeiro superior às demais empresas. Para os demais anos não houve diferença estatisticamente

significante entre o desempenho de empresas pertencentes ou não aos níveis diferenciados de GC.

Bolfe (2012) avaliou, no Brasil, se as expectativas quanto a aumento do interesse dos investidores, valorização das ações e redução do custo de captação de recursos, pressupostas pelo sistema de GC da B3 estavam sendo atingidas. Os resultados encontrados na pesquisa sustentam que são atendidas apenas duas das expectativas estudadas, o aumento do interesse dos investidores e a redução do custo de captação de recursos. São resultados que indicam que o sistema de GC é capaz apenas de tornar as empresas mais atrativas e reduzir seus custos de captação de recursos. Por outro lado, não houve constatação de que os investidores reagem a este aumento de atratividade valorando os papéis das companhias em função das práticas de GC. Isto sugere que, apesar de terem maior atração por empresas com diferencial de GC, isto não provoca um aumento da procura destes papéis que reflita plenamente na precificação das ações.

A pesquisa de Carneiro *et al.* (2013) buscou avaliar o grau de aderência à divulgação de informações estabelecidas pelo CPC 33 por empresas com diferencial de GC. Estudaram dados de 366 empresas relativos ao ano de 2010. Os resultados da pesquisa confirmaram que as empresas pertencentes aos níveis diferenciados de GC possuíam um maior grau de evidenciação de informações requeridas pelo CPC 33. Este resultado reforça a relevância da GC para que os interessados em informações das empresas recebam relatórios financeiros com maior nível de aderência às exigências normativas.

O estudo de Alves e Vicente (2013) avaliou se o modelo latino de governança é inferior a variações dos modelos continental e anglo-saxão na prevenção ao gerenciamento de resultados. Compararam modelos de GC do Brasil e de Portugal. Constataram que empresas que adotam o modelo latino têm menores níveis de gerenciamento de resultados do que outras empresas. A mudança do modelo latino para outros modelos também não provocou mudanças generalizadas na redução de *accruals* discricionários. Contrariamente, empresas que passam a adotar o modelo latino não apresentam predominantemente altos níveis de gerenciamento de resultados.

Ainda nesta mesma linha, Erfurth e Bezerra (2013) estudaram a relação entre os níveis diferenciados de GC da B3 e as práticas de Gerenciamento de Resultados. Utilizaram dados de 163 empresas, referentes aos anos de 2000 a 2007. Os resultados da pesquisa foram inconclusivos e não permitiram a confirmação de que níveis mais elevados de GC estejam relacionados com redução no gerenciamento de

resultados. Este achado complementa o resultado de Alves e Vicente (2013) e sugere que os NDGC podem não constituir as características mais indicadas para este tipo de avaliação.

Catapan, Colauto e Barros (2013) verificaram o efeito da GC sobre o desempenho contábil e de mercado de empresas brasileiras de capital aberto. Estudaram dados de 111 empresas no período de 2008 a 2010. Avaliaram a GC com base em 14 fatores dispostos em 4 dimensões. Os resultados da pesquisa não confirmaram a existência de reflexos da GC sobre o desempenho das empresas. É possível que esta ausência de relação seja devida à forma de representação simplificada da estrutura de GC. Em outras palavras, há novamente indícios de que a representação com base em *nexus* de contratos é necessária para a obtenção de resultados mais robustos e consistentes.

O estudo de Dalmácio *et al.* (2013) avaliou a influência da adoção de práticas diferenciadas de GC sobre a acurácia das previsões dos analistas do mercado brasileiro. Estudaram 105 empresas no período de 2000 a 2008. Consideraram os NDGC como medida para GC. Os resultados sustentam a hipótese de que a GC influencia positivamente a previsão dos analistas como uma forma de sinalização ao mercado.

Martins e Paulo (2014) estudaram as relações entre a assimetria informacional na negociação de ações, características econômico-financeiras e a GC. Estudaram dados de 194 empresas relativos ao período de 2010 e 2011. Constataram que a assimetria informacional aumenta o risco, o retorno, a liquidez das ações das empresas e o custo de capital próprio. Por outro lado identificaram que a assimetria informacional diminui o retorno anormal das ações. Outro achado relevante foi que independentemente do nível diferenciado de GC há casos de negociação com informação privilegiada. Isto sugere que as práticas de Governança Corporativa compreendidas pelos NDGC não estão sendo efetivas. Cabe salientar que, esta também pode ser uma evidência de que para saber se a GC realmente importa, deve-se ter um maior rigor na representação da estrutura de GC.

Lima *et al.* (2015) avaliam a relação entre os níveis diferenciados de GC das empresas e o valor de mercado. Analisaram 150 empresas entre os anos de 2009 e 2012. Constataram que empresas pertencentes aos níveis maiores de GC têm maior desempenho econômico. Por se tratar de um estudo que considera os NDGC da B3 também é preciso ter atenção quando da análise destes achados. Da mesma forma que Martins e Paulo (2014) se basearam nos NDGC e não observaram benefícios da GC sobre o fenômeno estudado, pode ser que a ausência de uma

representação mais robusta da estrutura de GC, baseada em *nexus* de contratos, possa explicar estes resultados.

Estes resultados, combinado aos estudos de Farber (2005), Cheung, *et al.* (2008), Bebchuk, Cohen e Ferrell (2009) e Black, Carvalho e Gorga (2012) reforçam a necessidade de geração de conhecimentos acerca das estruturas de GC. Se a GC realmente importa, quais de suas características importam, dentre outras questões relevantes são pontos que requerem avanços no estudo das estruturas de GC. Torna-se necessário saber se o construto “Governança Corporativa” avaliado é, de fato, uma representação aceitável de GC. Somente com conhecimento sobre esta representação das estruturas de GC será possível saber se ela importa ou não importa. Se não importa, pelo fato de que realmente não importa ou simplesmente pela ausência de uma representação mais confiável.

## **2.2.4 Determinantes dos níveis de GC**

A partir da avaliação dos níveis de GC realizada pela mensuração conjunta das dimensões e fatores apresentados, os determinantes dos níveis de GC são tratados neste subtópico de acordo com o tipo de atributo investigado. São segregados como atributos contábeis e não contábeis. Estes atributos têm fundamentação em achados de pesquisas que avaliaram a relação entre níveis de GC e características apresentadas pelas empresas.

A ideia de levantamento destes determinantes tem como intuito permitir a compreensão das características das empresas que se relacionam com os níveis de GC praticados. A literatura demonstra entre os determinantes dos níveis de GC a existência de atributos que podem ser classificados como de natureza contábil e de natureza não contábil. A separação entre atributos contábeis e atributos não contábeis auxilia na seleção das fontes de observação para estimação dos níveis a partir de relatórios financeiros como demonstrações contábeis e demais relatórios não financeiros.

### **2.2.4.1 Atributos contábeis**

Atributos de natureza contábil compreendidos pelo grau de intangibilidade são avaliados nos estudos de Beiner *et al.* (2006) e de Khanchel (2007). Estes autores identificaram que a intangibilidade capturada por meio de demonstrações contábeis possui relação com o nível de GC das empresas que compuseram seus estudos. Himmelberg,

Hubbard e Palia (1999), Beiner *et al.* (2006) e Khanchel (2007) apontam a dificuldade de monitoramento e salvaguarda dos intangíveis como uma característica que leva à necessidade de melhoria da estrutura de GC por meio de mecanismos mais efetivos e com maior rigor. Este aprimoramento das estruturas de GC visa sinalizar aos investidores que a empresa estabelece mecanismos para controle e preservação de ativos intangíveis, uma vez que estes são mais difíceis de controlar e mais facilmente desviados se comparados a outros ativos como os ativos imobilizados. Além disso, as contas que compõem os índices de intangibilidade representam diferenciais detidos pela empresa em termos de recursos humanos, tecnológicos, de pesquisa e uma série de outras vantagens aplicáveis na execução de tarefas no âmbito da organização. Assim, esta medida permite discriminar empresas com maior ou menor potencial de GC.

O tamanho da empresa é uma das medidas mais recorrentes nos estudos levantados. Utilizada por Pincus, Rusbarsky e Wong (1989), Klapper e Love (2004), Beiner *et al.* (2006), Khanchel (2007), Bauer, Eichholtz e Kok (2010) e Connelly, Limpaphayom e Nagarajan (2012), a informação prestada pela variável tamanho, no contexto da Teoria da Agência, expressa as chamadas economias de escala dos custos de monitoramento. Devido ao efeito diluição de custos, empresas maiores têm, em termos absolutos, a capacidade de arcar com maiores custos fixos para implantação e manutenção de mecanismos de GC. Assim, proporcionalmente, estas empresas tendem a serem menos oneradas pela adoção de práticas de GC do que empresas menores. Outro ponto de vista fundamentado na Teoria da Agência, ainda que controverso, é explicado Khanchel (2007), de que, enquanto empresas maiores precisam de mecanismos de GC mais efetivos, devido a uma maior exposição aos problemas de agência, as empresas menores também necessitam apresentar estruturas de GC mais efetivas para obtenção de financiamento externo. Jensen (1986) considera que empresas maiores possuem mecanismos de monitoramento mais rigorosos e efetivos, pois os problemas de agência são maiores em grandes empresas, devido à dificuldade de monitoramento e ao fluxo de caixa livre.

As medidas de oportunidades de investimento compõem os atributos contábeis dos estudos de Khanchel (2007) e de Bauer, Eichholtz e Kok (2010). De acordo com Khanchel (2007), maiores oportunidades de investimento podem ser resultantes de fontes de financiamento externas, e este tipo de operação requer maior nível de GC. Além disto, Stein (1989) enfatiza que empresas com melhores práticas de GC estão menos expostas a decisões administrativas que

prejudiquem planos de longo prazo e a capacidade de continuidade e desenvolvimento da empresa. Isto faz com que sejam fomentadas ações de longo prazo que compreendem um maior investimento de capital e em pesquisa e desenvolvimento. Shleifer e Vishny (1989) também apontam que empresas com entrincheiramento de controle estão mais suscetíveis à expropriação de riqueza por parte dos gestores. Deste modo, mecanismos mais rígidos e efetivos de GC são úteis para salvaguardar o patrimônio da empresa e o interesse de seus acionistas. Bauer, Eichholtz e Kok (2010) avaliaram as estratégias de investimento de empresas bem governadas e mal governadas. Constataram que, de modo geral, existe um aumento significativo de desempenho em função das medidas de GC. Os resultados encontrados no estudo de Bauer, Eichholtz e Kok (2010) são mistos e variam dentro de cada dimensão de GC considerada pelos autores.

Bradbury (1990) avaliou a relação do nível de GC com *assets in-place*. De acordo com Bradbury (1990), empresas com alta proporção de *assets in-place* têm transferências de riqueza mais difíceis a seus credores (menor liquidez) e custos de agência mais baixos. Entretanto, Myers (1977) menciona que empresas com *assets in-place* inferiores às oportunidades de crescimento estão mais sujeitas à perda de valor em casos de dificuldade financeira e mais expostas às flutuações de fluxo de caixa em condições de falta de monitoramento e controle. Deste modo, empresas com oportunidades de crescimento superiores aos *assets in-place* têm um maior custo de agência.

Pincus, Rusbarsky e Wong (1989), Adams (1997) e Connelly, Limpaphayom e Nagarajan (2012) avaliaram o atributo alavancagem financeira como indicador do custo de agência da dívida. Para Adams (1997), empresas com maiores índices de alavancagem apresentam maiores custos contratuais e sofrem uma maior exigência de garantias por parte de seus *stakeholders*. As exigências por garantia por parte dos investidores resultam também da desvalorização do valor de mercado das empresas em decorrência da alavancagem financeira. Bauer, Eichholtz e Kok (2010) constataram que empresas com menores níveis de alavancagem financeira eram mais valorizadas no mercado de capitais do que empresas com maior alavancagem. Assim, estas empresas podem necessitar de mecanismos adicionais de monitoramento e controle como garantia a seus investidores. Práticas mais rígidas e efetivas de GC medidas e representadas por níveis mais elevados de GC são formas de provimento de segurança aos investidores (HIMMELBERG; HUBBARD; PALIA, 1999).



#### 2.2.4.2 Atributos não contábeis

Além dos atributos contábeis observáveis por meio de relatórios financeiros, a literatura também reporta atributos que podem ser classificados como não contábeis, que são extraídos de outras fontes de dados. O setor de atuação da empresa foi considerado por Klapper e Love (2004) e Farag, Mallin e Ow-Yong (2014). Como empresas pertencentes a diferentes setores possuem especificidades, esta variável se demonstrou capaz de capturar e controlar os efeitos do setor de atuação sobre o nível de GC.

A regulamentação é outro atributo que fornece informação sobre a adoção de normatizações complementares a que as empresas estão sujeitas. Firth e Rui (2007) empregaram a variável setor regulamentado para capturar e controlar os efeitos desta sujeição à regulação suplementar sobre o nível de GC. Constataram que empresas pertencentes a setores regulamentados tinham uma maior propensão à constituição voluntária de comitês de auditoria, o que denota maior incentivo para adesão a mecanismos complementares para fortalecimento de suas estruturas de GC. Klapper e Love (2004) consideraram a emissão de ações em bolsas Norte-Americanas como um indicador da necessidade de aderência a normas complementares de natureza societária, de controle e de relatórios financeiros. Ademais, Klapper e Love (2004) constataram que empresas que negociam suas ações no mercado norte-americano (ainda que estrangeiras) possuem níveis mais elevados de GC. Com a promulgação da Lei Sarbanes Oxley (SOX), após os colapsos que envolveram a firma de auditoria Arthur Andersen e suas auditadas, Enron e WorldCom, houve um fortalecimento das regras corporativas que regem temas como responsabilidade, controles internos e a elaboração e divulgação de relatórios financeiros.

Defond, Raghunandan e Subramanyam (2002), Balasubramanian, Black e Khanna (2010), Connelly, Limpaphayom e Nagarajan (2012) e Farag, Mallin e Ow-Yong (2014) também avaliaram o atributo tempo de listagem em bolsa para capturar e controlar os efeitos da maturidade sobre o nível de GC. Estas características compreendidas pelos atributos não contábeis possibilitam controlar e capturar efeitos qualitativos sobre a GC, de acordo com o tipo de setor em que a empresa se enquadre, bem como às regras normativas a que se sujeita.

De modo geral, os atributos contábeis e não contábeis contribuem para a compreensão de características que auxiliem a explicar o comportamento dos níveis de GC e também permitem que estes níveis

de GC sejam estimados com base em dados obtidos em relatórios financeiros e não financeiros. Nesta perspectiva, até mesmo interessados em identificar níveis de GC, mas que não têm experiência e conhecimentos especificamente em GC, são capazes de efetuar estimativas para aferirem o nível de GC de uma empresa ou de uma maior quantidade de empresas.

### 2.2.4.3 Estudos anteriores

Para abordagem dos estudos anteriores e possibilitar uma visão geral de suas características, as pesquisas que realizaram avaliações das relações entre a GC e características das empresas foram sintetizadas nos Quadros deste tópico. Cada quadro expõe de maneira segregada as pesquisas realizadas na América do Norte, América do Sul, Europa, Ásia e demais países. Esta divisão foi realizada para que a revisão de estudos pudesse segregar as especificidades da governança dos países tratados nas pesquisas que compõem os estudos anteriores. Com isto, foi possível uma aproximação dos modelos de governança dos países abordados nestes estudos. No Quadro 5 são apresentados os trabalhos realizados na Europa.

Quadro 5 – Síntese dos estudos realizados na Europa

Estudo	Objetivo	Amos- tra	Dimen- sões	Perío- do	País
Drobetz, Schillhofer e Zimmermann (2004)	Avaliar a relação entre o nível de qualidade em GC e o desempenho de mercado das empresas.	91 empre- sas	5	1998 a 2000 e 2001 a 2002	Ale- manha
Tsipouri e Xanthakis (2004)	Mensurar o nível de conformidade das práticas de GC de empresas gregas.	120 empre- sas	5	2001	Grécia
Beiner <i>et al.</i> (2006)	Estudar a relação entre a qualidade da GC e o valor da empresa.	120 empre- sas	5	2001 e 2002	Suíça
Farag, Mallin e Ow-Yong (2014)	Investigar os impactos da propriedade de capital de risco sobre características de GC em empresas empreendedoras	271 empre- sas	1	2000 e 2007	Países do Reino Unido

Fonte: Elaborado pelo autor (2018).

Drobetz, Schillhofer e Zimmermann (2004) investigaram a relação entre o nível de qualidade em GC e o desempenho de mercado

das empresas. Para mensuração do nível de qualidade em GC construíram um modelo de classificação ampla, baseado em questionário com questões objetivas para companhias abertas alemãs. Utilizaram dados de relatórios de 91 empresas listadas da Alemanha em dois subperíodos: (i) 1998.Q1 a 2000.Q3; e, (ii) 2000.Q4 a 2002.Q3. As análises inferenciais foram realizadas por meio das técnicas de regressão linear múltipla (OLS) e modelo de séries temporais. Os resultados da pesquisa sustentam a hipótese de que empresas com maior nível de qualidade em GC tendem a alcançar melhores valores de mercado (valor da firma). Ademais, constataram que o retorno esperado das ações é menor para empresas com maior nível de qualidade de GC, quando a *proxy* para custo de capital é a rentabilidade relativa dos dividendos pagos aos acionistas (*dividend yields*) expresso pelo valor pago aos acionistas deflacionado pela cotação da ação no período.

Tsipouri e Xanthakis (2004) quantificaram o nível de conformidade das práticas de GC de empresas gregas. A mensuração da GC foi realizada por meio de 37 indicadores capturados por um questionário com 54 questões. Utilizaram uma amostra composta por 120 empresas com ações negociadas na Bolsa de Valores de Atenas em 2001 e os dados foram coletados por meio de questionários. A análise de dados foi realizada por intermédio de estatísticas descritivas. Os resultados apontam que as empresas gregas possuem um grau elevado de atendimento às orientações da OECD. Porém, constataram os seguintes pontos fracos do sistema de governança das empresas gregas: o papel das partes interessadas e responsabilidade social das empresas; a organização da GC; a efetividade da atuação dos membros independentes do conselho de administração (poucos membros independentes); a divulgação da remuneração; e a gestão de riscos.

Beiner *et al.* (2006) objetivaram avaliar a relação entre a qualidade da GC e o valor da empresa. Para mensurar a qualidade da GC construíram um índice amplo por meio de um questionário e aplicaram 6 variáveis de estrutura de propriedade, características do conselho de administração e de alavancagem. Após a coleta de dados realizada com o questionário, estes dados foram duplamente checados pela comparação das respostas obtidas e informações publicadas pelas companhias. Os dados de relatórios financeiros e de ações (anos de 2001 e 2002) foram obtidos nas bases de dados Datastream e Worldscope. Utilizaram uma amostra de 120 empresas suíças e os dados foram analisados por meio de modelos de regressão por mínimos quadrados em três estágios (3SLS). Desenvolveram um sistema de equações estruturais para corrigir problemas de endogeneidade das variáveis de

GC. Os achados da pesquisa sustentam a hipótese de que empresas com maior qualidade em GC tendem a possuir um maior valor de mercado.

Farag, Mallin e Ow-Yong (2014) investigaram os impactos da propriedade de capital de risco sobre características de GC em empresas empreendedoras listadas no Mercado Alternativo de Investimento do Reino Unido. Observam também a relação da propriedade de capital de risco e da GC com o desempenho financeiro destas empresas. A mensuração da GC foi realizada por meio da construção de um índice unidimensional e o desempenho das empresas estimado pelo Q de Tobin e pelo retorno sobre o ativo (ROA). Utilizaram uma amostra com 271 empresas e dados do período entre 2000 e 2007. As análises foram desenvolvidas com o uso de regressão com dados em painel dinâmico (*dynamic panel data*), regressão em dois estágios (2SLS) e em três estágios (3SLS). Os resultados revelam que altos níveis de propriedade de capital de risco e sua reputação levam a maiores níveis de GC e que maiores níveis de GC estão relacionados a um melhor desempenho financeiro.

No Quadro 6 são apresentados os estudos desenvolvidos na América do Norte.

Quadro 6 – Síntese dos estudos realizados na América do Norte

Estudo	Objetivo	Amostra	Dimensões	Período	País
Klein, Shapiro e Young (2005)	Avaliar a relação entre GC e o valor da empresa.	263 empresas	4	2002	Canadá
Brown e Caylor (2006)	Estudar a relação entre a GC e o valor da empresa.	1.868 empresas	8	2002	Estados Unidos
Khanchel (2007)	Estudar os determinantes da boa governança das empresas norte-americanas.	624 empresas	3	1994 a 2003	Estados Unidos
Bauer, Eichholtz e Kok (2010)	Avaliar a relação entre GC e desempenho de fundos de investimento imobiliário (REIT's) nos Estados Unidos.	5.000 empresas	8	2003 a 2005	Estados Unidos
Chung, Elder e Kim (2010)	Estudar a relação entre a GC e a liquidez do mercado de ações.	8.386 observações	6	2001 a 2004	Estados Unidos

Fonte: Elaborado pelo autor (2018).

Klein, Shapiro e Young (2005) analisaram a relação entre GC e o valor da empresa medido pelo Q de Tobin. Utilizaram dados de uma amostra com 263 empresas canadenses, em 2002, analisados por intermédio da técnica de regressão linear múltipla (OLS). Os resultados denotam que a GC é relevante para o aumento do valor da empresa no Canadá, mas seus efeitos diferem de acordo com a categoria de estrutura de propriedade. Observaram também que nem todos os fatores de GC são importantes nesta relação. Entretanto, não constataram evidências de que um índice global de GC tenha relação com o valor da empresa. Isto pode ser justificado pela identificação de que o valor da empresa não aumenta em função da independência do conselho de administração. Pelo contrário, em casos de empresas familiares é possível verificar uma redução do valor da empresa. Por outro lado, possuem relação com maior valor da empresa as dimensões de direitos dos acionistas, avaliação de remuneração efetiva e de evidenciação. Além destes achados, também são relevantes nos âmbitos científico e prático os resultados que dão suporte a ausência de práticas endógenas de governança.

Brown e Caylor (2006) pesquisaram a relação entre a GC e o valor da empresa. A GC foi mensurada por meio de uma medida de GC composta por 51 características internas e externas, denominada Gov-Score. Esta é uma medida dinâmica que permite adaptabilidade às mudanças no ambiente de GC. O valor das empresas foi medido pelo Q de Tobin. A amostra foi composta por 1.868 empresas com observações do ano de 2002. Adicionalmente, foram verificados os reflexos do Gov-Score nos anos imediatamente anterior e posterior (2001 e 2003). Os dados para estimação do Q de Tobin e para coleta das variáveis de controle foram obtidos por meio da base de dados Compustat. As análises foram desenvolvidas por intermédio da regressão linear múltipla (OLS) robusta à heteroscedasticidade. Os resultados do estudo indicam que apenas algumas características de GC possuem relação com o valor das empresas e que ambos os tipos de características (internas e externas) capturam o comportamento do valor das empresas.

Khanchel (2007) investigou os determinantes da boa governança das empresas norte-americanas. A GC foi mensurada com base em quatro métricas. Destas métricas, três foram utilizadas para as dimensões: conselho de administração; comitê de auditoria; e, demais comitês corporativos. A quarta métrica corresponde à integração destas dimensões. Foram utilizados dados de 624 empresas norte-americanas entre 1994 e 2003. Para evitar distorções foram excluídos os bancos e demais empresas do setor financeiro. A coleta de dados foi realizada em

relatórios disponíveis na base de dados Edgarscan da *Securities and Exchange Commission*. Os dados foram analisados com o uso da regressão em painel balanceado (*balanced panel*). Como determinantes de boa GC em cada dimensão (exceto no conselho de administração) foram identificados o tamanho da empresa, oportunidades de investimentos, ativos intangíveis e participação de executivos e conselheiros de administração. Neste sentido, empresas maiores, com maior oportunidade de crescimento, com participação de executivos e conselheiros e maior volume de ativos intangíveis tendem a possuir melhores práticas de GC nas dimensões individualmente avaliadas. Também estão associadas às dimensões de GC a participação de investidores institucionais e a necessidade de financiamento externo. Por outro lado, em termos de qualidade da GC não foi confirmada a existência de relação com as variáveis de desempenho e de oportunidades de crescimento.

Bauer, Eichholtz e Kok (2010) objetivaram avaliar a relação entre GC e desempenho de fundos de investimento imobiliário (REIT's) nos Estados Unidos. Utilizaram uma base de dados para identificar o nível de governança. O desempenho foi representado pelo Q de Tobin e a eficiência operacional medida pelo retorno sobre o ativo (ROA), retorno sobre o patrimônio líquido (ROE), margem de lucro líquido, índice de crescimento das vendas e índice de crescimento de fundos para operação. Utilizaram uma amostra com aproximadamente 220 empresas para análise dos fundos de investimentos e uma amostra adicional com cerca de 5.000 empresas para confirmação de resultados. A coleta de dados foi realizada por meio de relatórios divulgados pelas empresas e da base de dados Compustat. Foram analisados dados do período de 2003 a 2005 e as análises efetuadas com regressão com dados em painel com efeitos fixos (*fixed effects*). Os resultados sustentam a hipótese de que empresas com maior nível de governança tendem a apresentar um melhor desempenho.

Chung, Elder e Kim (2010) verificaram a relação entre a GC e a liquidez do mercado de ações. Mensuraram a GC com uma métrica composta por oito dimensões. Utilizaram uma amostra com empresas norte-americanas e os dados foram obtidos nas bases de dados I/B/E/S e Compustat. Analisaram 8.386 observações de 2001 a 2004. As análises inferenciais foram geradas por meio de regressão com dados em painel com efeitos fixos (*fixed effects*). Os resultados demonstram que empresas com maior nível de GC possuem menores margens, maiores níveis de qualidade de mercado, menor impacto de preços sobre negociações e uma menor probabilidade de negociação baseada em

informação. Observaram também que as mudanças nos níveis de liquidez estão relacionadas às mudanças no nível de governança ao longo do tempo. Estes achados denotam que melhores práticas de governança ajudam a atenuar a negociação baseada em informação e melhorar a liquidez do mercado.

Os estudos realizados na América do Sul são sintetizados no Quadro 7.

Quadro 7 – Síntese dos estudos realizados na América do Sul

<b>Estudo</b>	<b>Objetivo</b>	<b>Amos- tra</b>	<b>Dimen- sões</b>	<b>Perí- odo</b>	<b>País</b>
Silva e Subrahmanyam (2007)	Investigar os determinantes da diferença relativa entre os valores de ações preferenciais e ordinárias.	141 empre- sas	4	1994 a 2004	Brasil
Garay e González (2008)	Investigar a relação entre a GC e o valor das empresas na Venezuela.	33 empre- sas	4	2004	Vene- zuela
Silveira e Barros (2008)	Investigar os determinantes da qualidade da governança corporativa das companhias abertas brasileiras	161 empre- sas	4	2002	Brasil
Silveira, Perobelli e Barros (2008)	investigaram a influência das práticas de Governança das empresas sobre sua estrutura de capital.	154 empre- sas	4	2003	Brasil
Black, Carvalho e Gorga (2012)	Avaliar a relevância da GC em mercados emergentes.	88 empre- sas	6	2001 a 2004	Brasil
Lima e Sanvicente (2013)	Verificar se empresas com melhores níveis de GC obtêm benefícios em termos de redução de percepção de risco e diminuição do custo de capital próprio.	67 empre- sas	4	1998 a 2008	Brasil
Black, Carvalho e Sampaio (2014)	Analisar a evolução das práticas de GC no Brasil e a relação da GC com o valor das empresas.	141 empre- sas	6	2004, 2006 e 2009	Brasil

Fonte: Elaborado pelo autor (2018).

Silva e Subrahmanyam (2007) pesquisaram os determinantes da diferença relativa entre os valores de ações preferenciais e ordinárias.

Para avaliação dos reflexos da GC construíram um índice composto por sete dimensões. A amostra foi composta por 141 empresas com ações negociadas na B3. Foram utilizados dados de relatórios referentes ao período compreendido entre 1994 e 2004. Estes dados foram obtidos por meio da base de dados Economatica®. Foi desenvolvido um estudo de evento com o uso de modelos de regressão estimados por mínimos quadrados generalizados (FGLS) e de séries temporais. Os resultados revelam que a diferença entre as ações aumenta em função do aumento da proteção de investidores e que diminui em resposta à redução desta proteção. Esta diferença é menor em empresas com controle governamental. A avaliação controlada por meio do índice de GC sustenta a hipótese de que empresas com maior nível de GC apresentam menores diferenças. Estes achados indicam que empresas com níveis mais baixos de GC estão mais sujeitas à expropriação de acionistas minoritários.

Garay e González (2008) investigaram a relação entre a GC e o valor das empresas na Venezuela. A mensuração da GC foi efetuada por meio de um índice composto por quatro dimensões. Para estimação do valor das empresas foram utilizados os pagamentos de dividendos, o *Market to Book* e o Q de Tobin. Utilizaram uma amostra com 33 empresas no ano de 2004. Os dados foram coletados a partir da base de dados Economatica® e dos relatórios anuais das empresas. As análises inferenciais foram desenvolvidas com o uso da regressão linear múltipla (OLS). Os resultados revelam que empresas com maiores níveis de GC tendem a apresentar aumentos em pagamentos de dividendos, no *Market to Book* e no Q de Tobin.

Silveira e Barros (2008) objetivaram investigar os determinantes da qualidade da governança corporativa das companhias abertas brasileiras. Avaliaram características de 161 empresas referentes ao ano de 2002. Avaliaram a GC com base em um indicador composto por quatro dimensões e 20 fatores. Os resultados da pesquisa indicaram que a estrutura de propriedade influencia o nível de GC. Identificaram que empresas com maior direito de controle do acionista controlador e com excesso de direito de controle têm menores níveis de GC. Constataram também que empresas maiores, emissoras de ADRs e com melhor desempenho apresentam maior nível de GC. Estes resultados devem ser avaliados com cautela, sobretudo pelo problema de avaliar variáveis de desempenho com a GC. Isto porque, a GC pode ser endogenamente determinada. Outro aspecto a se considerar é a simplificação com base em 20 fatores e 4 dimensões que podem comprometer a visão de *nexus* de contratos, o que pode ter influenciado nos resultados.



Silveira, Perobelli e Barros (2008) investigaram a influência das práticas de Governança das empresas sobre sua estrutura de capital. Estudaram dados de 154 empresas do ano de 2003. Também avaliaram a GC com base em 20 fatores distribuídos em 4 dimensões. Os resultados da pesquisa apontam que empresas com maior nível de GC têm maiores índices de alavancagem financeira. Isto reforça a ideia de as empresas com maior grau de alavancagem compensam este indicador com o estabelecimento de práticas de GC.

Black, Carvalho e Gorga (2012) avaliaram a relevância da GC em mercados emergentes. Para isto realizaram uma verificação da relação entre o nível de GC e o valor das empresas no Brasil. O estudo segue uma perspectiva de flexibilização das práticas de GC que assume que as boas práticas de governança dependem de aspectos do país e das empresas. Assim, efetuaram a verificação desta relação e cotejaram com os resultados da literatura de outros mercados emergentes. A GC foi mensurada com base em uma métrica com seis dimensões e o valor das empresas com o Q de Tobin. Os dados de GC foram obtidos com base em um questionário encaminhado às empresas e os dados de mercado e de relatórios financeiros na base de dados Economática®. Utilizaram uma amostra com 88 empresas com controle privado e dados referentes ao período de 2001 a 2004. As análises inferenciais foram obtidas com o uso da regressão com dados em painel com efeitos aleatórios (*random effects*). Como características relacionadas identificaram que a GC pode prever o valor de mercado de empresas não manufactureiras, de empresas pequenas e com grande oportunidade de crescimento. Diferentemente dos achados da literatura, os resultados indicam que empresas com maior independência no conselho de administração tendem a ter um baixo Q de Tobin. Com base na comparação entre países também é possível perceber a questão de flexibilidade em que as características particulares de cada país influenciam fortemente a GC e que a medida de GC é capaz de prever o valor das empresas.

Lima e Sanvicente (2013) objetivaram verificar se empresas com melhores níveis de GC obtêm benefícios em termos de redução de percepção de risco e diminuição do custo de capital próprio. Mensuraram a GC por intermédio de um modelo com quatro dimensões e o custo de capital próprio por meio do *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). Analisaram dados de uma amostra com 67 empresas no período entre 1998 e 2008, com um total de 310 observações anuais. Os dados para composição da métrica de GC foram coletados em relatórios arquivados na Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e as análises realizadas por meio de regressão com dados em painel com efeitos fixos

(*fixed effects*). Os achados confirmam que empresas com melhores níveis de GC tendem a possuir um menor custo de capital próprio, possivelmente pela redução das taxas de retorno exigidas pelos investidores quando influenciados pela redução da percepção de risco. Os resultados observados para maiores alavancagens financeira e operacional denotam que os investidores capturam esta informação de risco e tendem a exigir um maior retorno sobre seus investimentos.

Black, Carvalho e Sampaio (2014) objetivaram analisar a evolução das práticas de GC no Brasil e a relação da GC com o valor das empresas. Construíram um índice para avaliação baseado em seis dimensões e avaliaram os níveis nos anos de 2004, 2006 e 2009. Para mensurar o valor da empresa utilizaram o Q de Tobin. Utilizaram dados obtidos por meio dos relatórios da B3 e da base de dados Economatica®. Adotaram amostras com 84 empresas em 2004, 141 em 2006 e 136 em 2009. As análises foram obtidas com o uso de duas técnicas de regressão com dados em painel, ou seja, com efeitos aleatórios (*random effects*) e *Pooled*. Identificaram uma melhora significativa nos níveis de GC ao longo do tempo e atribuem esta melhora ao crescimento das listagens nos níveis 2 e Novo Mercado de GC da B3, bem como a adesão às melhores práticas por parte das empresas não pertencentes aos níveis 2 e Novo Mercado. Os resultados também evidenciam que alguns elementos do índice são capazes de capturar a variação no comportamento do valor das empresas, o que pode sugerir que os investidores respondam às mudanças no nível de GC das empresas.

A partir da revisão das pesquisas realizadas na América do Sul, destaca-se a diferença entre as abordagens destes estudos e a presente Tese. Esta diferença se caracteriza, entre outras questões, principalmente pela forma como a GC é considerada. Sob o ponto de vista teórico, não consideram a visão de nexus contratuais que compõem a estrutura de governança das empresas e utilizam o modelo de classificação de GC da B3. As pesquisas realizadas na Ásia são apresentadas no Quadro 8.

Quadro 8 – Síntese dos estudos realizados na Ásia

Estudo	Objetivo	Amostra	Dimensões	Período	País
Black, Jang e Kim (2006)	Avaliar a relação entre a GC e o valor de mercado das empresas.	515 empresas	4	2000 e 2001	Coreia
Black, Love e Rachinsky (2006)	Investigar a relação entre GC e valor de mercado das empresas.	99 empresas	N/A	1999 a 2005	Rússia
Chen <i>et al.</i> (2007)	Avaliar a relação entre GC e o retorno anual das ações das empresas.	3.233 observações anuais	4	1992 a 2001	China
Cheung <i>et al.</i> (2007)	Investigar a relação entre GC e o valor das empresas.	168 empresas	5	2002	China
Aman e Nguyen (2008)	Verificar se o valor das ações das empresas reflete a qualidade da GC das empresas japonesas.	225 empresas	3	2000 a 2005	Japão
Bauer <i>et al.</i> (2008)	Avaliar a relação entre a GC e o desempenho das empresas	356 empresas	6	1999 a 2004	Japão
Cheung <i>et al.</i> (2008)	Avaliar a qualidade das práticas de GC das maiores companhias abertas da China.	89 empresas	5	1992 a 2004	China
Balasubramanian, Black e Khanna (2010)	Investigar a relação entre o nível de GC e o valor de mercado das empresas na Índia.	278 empresas	5	2005	Índia
Connelly, Limpaphayom e Nagarajan (2012)	Analisar a relação entre a qualidade das práticas de GC e o valor das empresas tailandesas.	216 empresas	5	2005	Tailândia
Al-Malkawi, Pillai e Bhatti (2014)	Avaliar as práticas de GC em empresas listadas em mercados de países ricos em petróleo (emergentes) do Conselho de Cooperação do Golfo.	222 empresas	3	2011	Países integrantes do Conselho de Cooperação do Golfo.

Fonte: Elaborado pelo autor (2018).

Black, Jang e Kim (2006) avaliaram a relação entre a GC e o valor de mercado das empresas na Coreia. Para mensurar o nível de GC foi construído um índice baseado em uma pesquisa realizada pela Bolsa de Valores da Coreia. O valor de mercado das empresas foi mensurado por meio do Q de Tobin e utilizaram uma amostra com 515 empresas. Os dados relativos aos relatórios financeiros foram coletados por meio da TS2000 *database*. Os levantamentos ocorreram nos anos de 2000 e 2001. As análises inferenciais foram realizadas por meio de modelo de regressão linear múltipla (OLS), modelos de regressão em dois estágios (2SLS) e em três estágios (3SLS). Os resultados indicam que melhoras no nível de GC estão associadas a aumentos no valor de mercado da empresa. Além disto, constataram que empresas com ao menos 50% de conselheiros de administração externos possuem um maior valor de mercado.

Black, Love e Rachinsky (2006) investigaram a relação entre GC e valor de mercado das empresas na Rússia. A GC foi mensurada por meio de seis diferentes métricas (índices) propostas por diferentes autores para evitar vieses de omissão de características. Duas destas métricas foram propostas por organizações russas sem fins lucrativos, duas por dois grandes bancos de investimento e uma por uma agência de classificação de crédito. O valor de mercado foi estimado por intermédio do Q de Tobin, do *Market to Book* e do *Market to Sales*. Diferentemente de outros estudos que foram desenvolvidos por meio da análise de dados de corte (transversal), além do modelo de regressão linear múltipla (OLS) também utilizaram uma estratégia de análise longitudinal (série temporal) baseada em dados em painel. Para isto se utilizaram da técnica de regressão de dados em painel com efeitos fixos (*fixed effects*). A amostra foi composta por 99 empresas russas, no período de 1999 a 2005, o que perfaz um total de 964 observações. Em decorrência de ausência de dados de alguns períodos trabalharam com um painel desbalanceado (*unbalanced panel*). Os resultados das análises de regressão (OLS) e painel com efeitos fixos indicam relações economicamente e estatisticamente fortes e significantes entre GC e valor de mercado. No entanto, a forma como é mensurada a GC tende a gerar diferenças na capacidade de predição de algumas variáveis. A pesquisa também sugere uma questão relevante quanto à confiabilidade das análises de dados transversais que pode ser questionável, como indicado pela variabilidade entre resultados e pelas reversões de coeficientes encontradas entre as diferentes técnicas.

Chen *et al.* (2007) verificaram a relação entre GC e o retorno anual das ações das empresas de Taiwan. Utilizaram uma medida simplificadora de GC baseada em quatro fatores das dimensões de estrutura de propriedade e gestão. A amostra foi composta por empresas com ações negociadas na Bolsa de Valores de Taiwan, por meio de 3.233 observações anuais, dos anos de 1992 a 2001. Os dados foram analisados por intermédio da regressão linear múltipla (OLS). Os resultados reforçam a existência de relação entre as medidas de GC e o valor das empresas. Assim, o retorno em excesso da taxa livre de risco é maior em casos de dualidade das funções de diretor executivo e presidente do conselho de administração; menor para empresas com maior quantidade de membros no conselho de administração; maior para empresas com maior percentual de controle acionário dos cinco principais acionistas; e, menor para empresas com mais de 25% de *blockholders*.

Cheung *et al.* (2007) avaliaram a relação entre GC e o valor das empresas em Hong Kong. A GC foi mensurada com base em um índice baseado nos princípios da OECD e no código de melhores práticas de GC de Hong Kong (HKEx). O valor das empresas foi medido com base no *Market to Book*. A amostra foi composta pelas 168 maiores empresas da Bolsa de Valores de Hong Kong com observações mensais referentes ao ano de 2002. Os dados contábeis e de mercado foram coletados por meio das bases de dados Datastream e Bloomberg e analisados por intermédio da técnica de regressão linear múltipla (OLS). Os resultados demonstram que empresas com maior nível de GC tendem a possuir maior valor de mercado. Os autores defendem que a dimensão de evidenciação é a responsável por direcionar a relação com o valor da empresa e que em Hong Kong boas práticas de GC tendem a proporcionar maximização de valor.

Aman e Nguyen (2008) verificaram se o valor das ações das empresas reflete a qualidade da GC das empresas japonesas. A GC foi medida por meio de um modelo com três dimensões. Utilizaram dados de 225 empresas referentes ao período compreendido entre 2000 e 2005. Estes dados foram coletados por meio da base de dados *Nikkei Stock Price*. As análises foram desenvolvidas por intermédio da técnica de regressão linear múltipla (OLS). Os resultados demonstram que as ações de empresas com maior nível de GC superam as ações de empresas de níveis mais baixos e sustentam a hipótese de mercado eficiente, pois os valores das ações tendem a refletir o maior risco decorrente de uma fraca estrutura de GC.

Bauer *et al.* (2008) verificaram a relação entre a GC e o desempenho das empresas no Japão. Mensuraram a GC por meio de uma métrica com seis dimensões. Foram utilizados dados de 356 empresas do período entre 1999 e 2004 coletados por meio da base de dados Worldscope. As análises foram realizadas com a aplicação da regressão linear múltipla (OLS). Os resultados indicam que empresas com melhor nível de GC possuem em média um desempenho melhor do que empresas com níveis mais baixos de governança. Dentre as dimensões que compõem a avaliação observaram que refletem nos preços das ações a evidenciação de informações financeiras, os direitos dos acionistas e a remuneração de executivos. No entanto, os resultados não sustentam a hipótese de que a *accountability* do conselho de administração, mercado para controle e comportamento sejam efetivamente relacionadas com o valor das ações. Neste sentido, nem todas as dimensões foram significantes para explicar a variação no valor das ações das empresas japonesas.

Cheung *et al.* (2008) avaliaram a qualidade das práticas de GC das maiores companhias abertas da China. Mensuraram a GC por meio de uma métrica baseada nos princípios de governança da OECD. Utilizaram uma amostra com 89 empresas de 1992 a 2004. Os dados contábeis e de desempenho foram coletados na base de dados Datastream e a parte de estrutura de propriedade obtida em relatórios anuais. As análises foram realizadas por meio da técnica de regressão linear múltipla (OLS). Os resultados apontam progressos nas práticas de GC de algumas empresas. Apesar deste aumento na qualidade das práticas, os resultados não sustentam a hipótese de que empresas com um nível mais elevado de GC tenham variação em seus valores de mercado, o que denota que a evolução das práticas de GC ainda não foi refletida na valorização das empresas analisadas.

Balasubramanian, Black e Khanna (2010) investigaram a relação entre o nível de GC e o valor de mercado das empresas na Índia. Para mensurar o nível de GC utilizaram um modelo composto por cinco dimensões. O valor das empresas foi estimado por meio do Q de Tobin e do *Book to Market*. A amostra compreendeu 278 empresas, os dados utilizados corresponderam ao ano de 2005 e foram coletados na base de dados Prowess. As análises estatísticas foram efetuadas com a regressão linear múltipla (OLS). Os achados indicam que empresas com maior nível de GC tendem a ter um maior valor de mercado e que estes resultados são mais fortes para empresas mais rentáveis e com maior oportunidade de crescimento.

Connelly, Limpaphayom e Nagarajan (2012) analisaram a relação entre a qualidade das práticas de GC e o valor das empresas tailandesas. A motivação da pesquisa reside na complexidade da estrutura de propriedade das empresas na Tailândia. A GC foi medida com base em um modelo com cinco dimensões e o valor das empresas com o Q de Tobin. Os dados financeiros e de mercado foram obtidos na base de dados Datastream e os dados referentes à governança na base de dados SETSMART da Bolsa de Valores da Tailândia. Utilizaram uma amostra com 216 empresas com ações negociadas na Bolsa de Valores da Tailândia com dados relativos ao ano de 2005. As análises foram desenvolvidas com o uso da regressão linear múltipla (OLS). Observaram que o Q de Tobin é menor para empresas com variações entre direitos sobre o fluxo de caixa (preferenciais) e direitos sobre as decisões (ordinários). Os resultados também indicam nulidade de efeitos das boas práticas de GC sobre o valor das empresas em casos de estrutura familiar piramidal (não transparente) e, portanto, é possível que empresas com este tipo de estrutura optem pelo cumprimento de práticas preferíveis de governança com o intuito de obtenção de vantagens.

Al-Malkawi, Pillai e Bhatti (2014) avaliaram as práticas de GC em empresas listadas em mercados de países ricos em petróleo (emergentes) do Conselho de Cooperação do Golfo. A avaliação da GC foi desenvolvida com a construção de um modelo de três dimensões ponderadas de governança para empresas não financeiras. A amostra foi composta por 222 empresas não financeiras e os dados analisados foram referentes ao ano de 2011. Como pretenderam apenas identificar e comparar o nível das práticas de governança entre países, não utilizaram nenhum modelo de regressão ou qualquer outra técnica de análise inferencial, apenas estatística descritiva. Os resultados apontam uma adesão média superior a 69% dos atributos de GC na amostra global. A análise segregada permite observar que o nível de aderência às práticas de GC é maior para as empresas dos Emirados Árabes Unidos, seguidas por empresas de Omã, Arábia Saudita, Catar e Kuwait, respectivamente. Os achados dão um panorama acerca da adesão às práticas e oferecem um diagnóstico aos órgãos normatizadores e respectivos mercados sobre as fragilidades de governança identificadas nestes países, bem como *insights* para a implementação gradual de estruturas mais fortes.

Por fim, no Quadro 9 são apresentadas as sínteses dos estudos realizados em outros países não contemplados pelos Quadros da Europa, América do Norte, América do Sul e Ásia.

Quadro 9 – Síntese dos demais estudos classificados em outros países

Estudo	Objetivo	Amostra	Dimensões	Período	País
Klapper e Love (2004)	Analisar a relação entre os determinantes de GC e questões de desempenho e sistema legal de proteção aos acionistas.	374 empresas	7	2000 a 2002	14 países emergentes
Ho (2005)	Avaliar a relação entre GC e competitividade.	1.000 empresas	6	2000	Países de regimes legais <i>civil law</i> e <i>common law</i> .
Shen e Chih (2007)	Avaliar a relação entre a GC e o gerenciamento de resultados.	495 empresas	7	1991 a 2000	25 países emergentes
Bhagat, Bolton e Romano (2008)	Analisar a efetividade dos índices de GC para predição do desempenho das empresas	N/A	N/A	N/A	N/A
Bebchuk, Cohen e Ferrell (2009)	Avaliar a relevância das práticas de GC em relação ao valor das empresas e aos retornos anormais.	500 empresas	2	1999 a 2003	Países constantes na base de dados do IRRC
Ammann, Oesch e Schmid (2011)	Analisar a relação entre GC e valor das empresas.	2.300 empresas	6	2003 a 2007	22 países desenvolvidos
Gupta, Krishnamurti e Tourani-Rad (2013)	Avaliar a contribuição da GC no desempenho das empresas na passagem pela crise financeira de 2008.	4.046 empresas	4	2004 a 2006 e 2007 a 2010	23 países desenvolvidos

Legenda: N/A – Não se aplica.

Fonte: Elaborado pelo autor (2018).

Klapper e Love (2004) avaliaram a relação entre os determinantes de GC e questões de desempenho e sistema legal de proteção aos acionistas em 14 mercados emergentes. O nível de GC foi mensurado por meio do questionário CSLA de 57 questões com respostas binárias (do tipo sim ou não). Os levantamentos foram realizados no ano de 2000. Utilizaram como *proxies* para desempenho o retorno sobre o ativo (ROA) e o Q de Tobin. Os dados foram obtidos por meio da base de



dados Worldscope em junho de 2001 e a amostra foi composta por 374 empresas de 14 países. Estes dados foram analisados por meio da regressão linear múltipla (OLS). Encontram que países com sistemas legais mais fracos também possuem níveis médios mais baixos de GC. A GC está relacionada à extensão de informações assimétricas e imperfeições contratuais. Observaram também relação significativa com o tamanho das empresas, oportunidades de crescimento (crescimento de vendas) e intangibilidade dos ativos. Além disso, empresas com maior nível de GC tendem a apresentar melhores desempenhos e avaliações de mercado. Empresas que negociam suas ações no mercado norte-americano (ainda que estrangeiras) possuem níveis mais elevados de GC. E, por fim, as práticas de GC são mais relevantes em países com ambiente legal mais fraco.

Ho (2005) objetivou avaliar a relação entre GC e competitividade. Efetuou a mensuração do nível de GC por meio de um questionário de 116 itens codificados com escalas do tipo *likert* de sete pontos. A competitividade foi representada por 18 indicadores financeiros extraídos de relatórios financeiros. Os questionários para mensurar a GC foram enviados no ano de 2000 a aproximadamente 1.000 empresas de países de regimes legais *civil law* e *common law*. As análises inferenciais foram obtidas por meio da regressão linear múltipla (OLS). Os resultados indicam que a maior parte das empresas analisadas atende às boas práticas de GC e que empresas com nível mais elevado de GC são mais fortes em termos de competitividade. Observou também que a força da relação entre GC e competitividade é maior quando a GC é medida por meio de uma base holística do que em uma dimensão ou atributo individual. Constatou ainda que os atributos de GC estão inter-relacionados, e, por isto, é mais apropriada uma abordagem em uma base coletiva.

Shen e Chih (2007) verificaram a relação entre a GC e o gerenciamento de resultados. O nível de GC foi medido com o modelo da *Credit Lyonnais Security Asia* (CLSA). Utilizaram uma amostra com 495 empresas de 18 setores de 25 mercados emergentes. Os dados foram obtidos nos relatórios anuais das empresas dos anos de 1991 a 2000 e coletados na base de dados *Worldscope*. A análise de dados foi desenvolvida com o uso de regressão estimada por mínimos quadrados ponderados (WLS) para correção de heteroscedasticidade. Os achados sustentam a ideia de que empresas com melhores práticas de GC tendem a apresentar um menor gerenciamento de resultados. Constataram que empresas maiores estão mais propensas ao alisamento de resultados (efeito tamanho), mas que tal efeito pode ser atenuado por melhores

práticas de GC. Também observaram a existência de um ponto de mudança de alavancagem que sugere que empresas com menor nível de GC e com altos níveis de alavancagem são acompanhadas de perto pelo mercado, o que inibe o gerenciamento de resultados. Os achados também demonstram que empresas com maior nível de crescimento estão mais sujeitas ao alisamento de resultados e resultados agressivos.

Bhagat, Bolton e Romano (2008) objetivaram analisar a efetividade dos índices de GC para predição do desempenho das empresas e apontam as consequências políticas decorrentes de sua divulgação. Este trabalho foi motivado pelas consequências nocivas do uso de métricas de GC para predição do desempenho das empresas. Os autores efetuaram uma análise das deficiências metodológicas encontradas na literatura sobre a relação entre medidas específicas de governança e o desempenho corporativo. A conclusão do estudo é que não existe consistência na relação entre as métricas de governança empregadas na literatura e o desempenho das empresas, pois sistemas de governança mais eficazes dependem do contexto e de situações específicas das empresas. Os autores consideram muito difícil que índices de governança consigam capturar tendências para tomada de decisões. Neste sentido, devido à variabilidade encontrada nas saídas dos modelos utilizados nos estudos analisados, os autores chamam a atenção para a necessidade de que se tenha cuidado ao realizar inferências para tomada de decisões quanto ao desempenho empresarial estimado com base em medidas de GC.

Bebchuk, Cohen e Ferrell (2009) realizaram um estudo da relevância das práticas de GC em relação ao valor das empresas e aos retornos anormais. Utilizaram uma medida de GC baseada em disposições do *Investor Responsibility Research Center* (IRRC) e no estudo de Gompers, Ishii e Metrick (2003). Também utilizaram um índice de entrincheiramento baseado em seis disposições. Utilizaram uma amostra de 500 empresas listadas nos relatórios do IRRC com dados do período entre 1999 e 2003. As análises foram realizadas por meio de modelo de regressão com dados em painel. Utilizaram o modelo de efeitos fixos (*fixed effects*). Os achados revelam que existe uma relação significativa entre o aumento do nível de entrincheiramento e a redução do valor das empresas. Também observaram que com o aumento do entrincheiramento há um acréscimo nos retornos anormais negativos das ações.

Ammann, Oesch e Schmid (2011) analisaram a relação entre GC e valor das empresas. A GC foi medida por meio de um modelo com seis dimensões e o valor das empresas com a estimação do Q de Tobin.

Utilizaram uma amostra com 6.663 observações anuais de 2.300 empresas de 22 mercados desenvolvidos no período entre 2003 e 2007. Os dados financeiros foram obtidos por meio da base de dados Worldscope e as análises realizadas com o uso de regressão com dados em painel com efeitos fixos (*fixed effects*). Os autores efetuaram os testes com o uso do modelo global com seis dimensões e adicionalmente das dimensões individuais. Os resultados confirmam a existência de relação entre GC e o valor das empresas, o que sugere que empresas com maior nível de GC possuem maior valorização de suas ações.

Gupta, Krishnamurti e Tourani-Rad (2013) avaliaram a contribuição da GC no desempenho das empresas na passagem pela crise financeira de 2008. A mensuração do nível de GC foi realizada com um modelo de quatro dimensões e o desempenho medido por meio do retorno de compra e manutenção das ações e alternativamente pelo retorno sobre o ativo (ROA). Utilizaram uma amostra com 4.046 empresas dos Estados Unidos e de 22 países desenvolvidos. Foram estabelecidos os períodos pré-crise entre 2004 e 2006 e pós-crise entre 2007 e 2010. Os dados foram obtidos a partir da base de dados Datastream e as análises procedidas com o uso de regressão com dados em painel com efeitos fixos (*fixed effects*). Observaram que as empresas mais desenvolvidas em termos de GC não superaram em desempenho as empresas com menor nível de governança. A explicação para isso foi que a GC nos mercados desenvolvidos (durante a crise) foi menos eficiente na incorporação de informações corporativas específicas sobre o comportamento dos preços das ações.

Em síntese, a literatura compreende estudos de mensuração e análise de determinantes em diferentes localidades. Beiner *et al.* (2006) estudaram determinantes na Suíça; Connelly, Limpaphayom e Nagarajan (2012) na Tailândia; Farag, Mallin e Ow-Yong (2014) no Reino Unido; Khanchel (2007) nos Estados Unidos; e Klapper e Love (2004) em 14 diferentes países: Índia, Hong Kong, Taiwan, Indonésia, Coréia, Malásia, Paquistão, Filipinas, Singapura, Tailândia, Turquia, Chile, Brasil e África do Sul.

A partir do levantamento de estudos sobre a Teoria da Agência, que efetuaram a mensuração de níveis de GC com base em dimensões e fatores e de pesquisas sobre determinantes dos níveis de GC percebe-se o alinhamento entre estes autores. As dimensões e fatores de GC consideradas pelos estudos revisados, ainda que tenham abordagens não exclusivamente de múltiplas dimensões, são concebidas para mitigação do problema de agência. Alinhamento também pode ser observado nos determinantes dos níveis de GC utilizados nestes estudos e que têm suas

fundamentações atreladas a aspectos de investigação na Teoria da Agência, como os custos de agência da dívida, as economias de escala dos custos de monitoramento, incentivos à adoção de mecanismos complementares de GC, entre outros.

A partir da revisão destes estudos, a próxima seção contempla o posicionamento teórico adotado na pesquisa.

## 2.3 POSICIONAMENTO TEÓRICO

Nesta pesquisa considera-se a definição teórica de nível de GC de Chung, Elder e Kim (2010), de que o nível de GC é uma representação da efetividade dos mecanismos de controle e vinculação expressos por características das empresas, estruturados em dimensões e fatores de GC. Estas dimensões e fatores representam mecanismos de controle e vinculação para mitigação do problema de agência. São tratados, segundo a visão de *nexus* de contratos, que compõem a estrutura de governança das empresas. De acordo com Chung, Elder e Kim (2010), a relevância de medidas de níveis de GC reside na melhora da liquidez do mercado, por meio do aumento das transparências financeira e operacional e da proteção aos investidores. Ademais, Chen *et al.* (2007) enfatiza que estas medidas facilitam a análise de empresas por parte de investidores.

Este estudo segue, sob o ponto de vista teórico, a concepção de GC em uma perspectiva contratual. Nesta concepção, uma empresa é concebida como mera ficção legal, ou seja, definida por meio de contratos (COASE, 1937; JENSEN; MECKLING, 1976). É composta por *nexus* de contratos projetados conjuntamente, que mudam ao longo do tempo e o sistema de GC é definido por estes diferentes contratos (BRICKLEY; ZIMMERMAN, 2010). Estes diferentes contratos representam mecanismos de monitoramento e de vinculação que agem de maneira interativa (BUSHMAN; SMITH, 2001).

Nesta perspectiva, a interação entre os diferentes mecanismos de monitoramento e de vinculação (*nexus* de contratos) é representada na estrutura global de GC por meio de dimensões e fatores de GC. Para representação dos *nexus* de contratos que compõem as estruturas de GC foi realizado um amplo levantamento de estudos que contemplam dimensões e fatores de GC. Segundo Fama e Jensen (1983), os contratos funcionam como regras que especificam direitos e deveres de cada agente. A partir do estudo da literatura houve a constatação de múltiplos fatores pertencentes a diferentes dimensões de GC. Estes múltiplos fatores são tratados de maneira dispersa nos estudos anteriores sobre o

tema. Assim, sob o ponto de vista teórico, segundo a concepção de *nexus* de contratos, postulada por Coase (1937) e Jensen e Meckling (1976), contemplada pela Teoria da Agência, a reunião destes fatores resulta na representação teórica das estruturas de governança adotada neste estudo.

Este estudo se diferencia dos demais por reorganizar e compilar os fatores e dimensões de GC que se encontravam dispersos ao longo do corpo de literatura sobre o tema. A partir desta reorganização, a representação das estruturas de GC contemplada no estudo permite a geração de conhecimento sobre governança nas organizações, pautada pela visão de *nexus* de contratos que representam diferentes mecanismos de monitoramento e de vinculação para tratamento do problema de agência.

Em linha com Fama e Jensen (1983), no que tange às regras que especificam direitos e deveres dos agentes, cada dimensão de GC considerada neste estudo representa os contratos existentes no âmbito da firma. Representam a função contratual entre o gestor e o principal (dimensão de gestão), entre os conselheiros, os diretores e o principal (conselho de administração), entre os auditores, gestores e principal (dimensão de auditoria), entre a informação prestada pelas empresas e os usuários (dimensão de evidenciação e *accountability*), entre as empresas e as partes interessadas (dimensão de *stakeholders*) e também entre os próprios acionistas (dimensão de estrutura de propriedade).

Assim, com base na revisão de literatura, entende-se nesta tese que a estrutura de GC é composta pelos diferentes contratos presentes nas seis dimensões estudadas, quais sejam: i) Estrutura de Propriedade; ii) Conselho de Administração; iii) Gestão; iv) Evidenciação e *Accountability*; v) Auditoria; e, vi) *Stakeholders*. Assim, a integração dos diferentes contratos representados pelos fatores que compõem as seis dimensões representam a estrutura global de governança das empresas.

Sob o ponto de vista teórico dos determinantes de níveis de GC, este estudo segue a definição de Khanchel (2007) e de Klapper e Love (2004). Segundo Khanchel (2007) os determinantes são características que explicam a variação (aumentos e diminuições) nos níveis de GC das empresas. Analogamente, Klapper e Love (2004) consideram os determinantes como características relacionadas ao fato de as empresas adotarem melhores mecanismos de governança. Em outras palavras, os determinantes de níveis de GC representam características que não são propriamente mecanismos de governança, mas que expressam a

tendência de as empresas apresentarem níveis mais (ou menos) elevados de GC.

O estudo dos determinantes requer conhecimentos acerca das estruturas de GC e das características relacionadas a maiores ou menores níveis de GC. De acordo com Klapper e Love (2004), existe a possibilidade de que a GC seja endogenamente determinada. Por este motivo, Klapper e Love (2004), desconsideraram quaisquer medidas relacionadas ao desempenho das empresas como possíveis determinantes de níveis de GC. Este entendimento também foi seguido no presente estudo, de modo a evitar o viés resultante da endogeneidade sobre os resultados da pesquisa.

Por este motivo, o conjunto de determinantes considerado na pesquisa reúne nove atributos (contábeis e não contábeis) encontrados em 17 estudos. Os atributos estudados como determinantes, assim como os fatores e dimensões de GC, encontravam-se dispersos ao longo dos estudos anteriores e foram reunidos. Em conformidade com o apontamento de Klapper e Love (2004), todos os atributos estudados consistiram em características das empresas que não se constituem em medidas de desempenho.

No próximo capítulo é apresentada a estratégia metodológica utilizada para o desenvolvimento da pesquisa.

### 3 ESTRATÉGIA METODOLÓGICA

Neste capítulo são apresentados o paradigma da pesquisa, o delineamento metodológico, as hipóteses, o construto, o *checklist* de dimensões e fatores, a população e amostra, as formas de coleta dos dados, os procedimentos de análise, a avaliação dos níveis de GC, a análise de determinantes, o desenho da pesquisa e as limitações do estudo.

#### 3.1 PARADIGMA DA PESQUISA

O paradigma da pesquisa é informado a partir dos pressupostos para análise da Ciência Social de Burrell e Morgan (1979). Conforme estes autores, as teorias para estudo das organizações possuem características derivadas de uma Teoria Social e de uma Filosofia da Ciência. Ontologia, epistemologia, natureza humana e metodologia são pressupostos filosóficos que sustentam diferentes abordagens da Ciência Social (BURRELL; MORGAN, 1979). Estas são divididas em abordagens subjetiva e objetiva e apresentadas na Figura 3.

Figura 3 – Pressupostos sobre a natureza da Ciência Social

<b>ABORDAGEM À CIÊNCIA SOCIAL</b>			
<b>Subjetiva</b>			<b>Objetiva</b>
Nominalismo	←	<b>Ontologia</b>	→ Realismo
Antepositivismo	←	<b>Epistemologia</b>	→ Positivismo
Voluntarismo	←	<b>Natureza humana</b>	→ Determinismo
Ideográfico	←	<b>Metodologia</b>	→ Nomotético

Fonte: Adaptado de Burrell e Morgan (1979, p. 3)

A perspectiva ontológica deste estudo pauta-se na visão objetivista, ou seja, considera-se que a realidade é algo externo à atividade humana e representada como um conjunto de variáveis. De acordo com Burrell e Morgan (1979), este tipo de pesquisa tem interesse em explicar o *status quo*, possui orientação pragmática, é orientado ao problema e voltado à busca de soluções práticas.

Sob a perspectiva epistemológica, considera-se que o conhecimento é adquirido por meio do método científico. Neste sentido, procura-se explicar e prever o que ocorre no mundo social por meio da observação de regularidades e identificação de relação causal entre elementos relacionados e, portanto, com visão positivista (BURRELL;

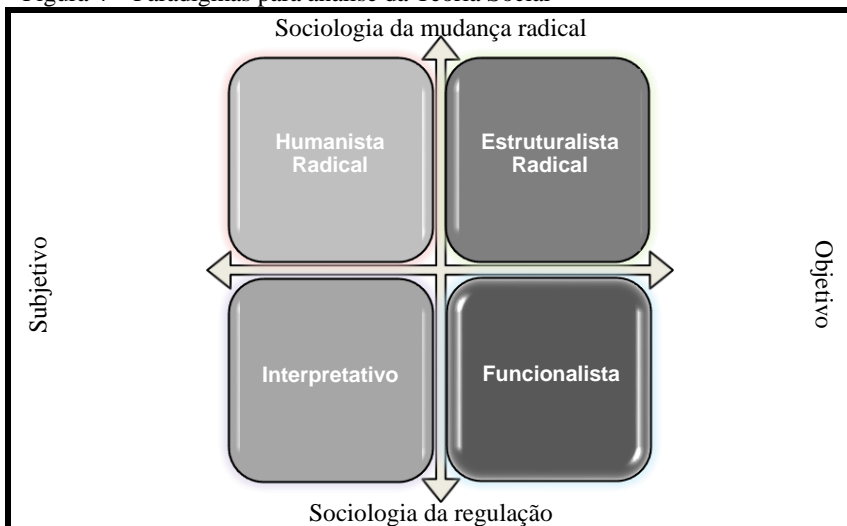
MORGAN, 1979). Estudam-se nesta pesquisa os determinantes dos níveis de GC, de modo a contribuir com o conhecimento acerca das relações existentes entre características das empresas e suas estruturas de GC.

A pesquisa é conduzida com visão determinista. Sob a ótica de natureza humana considera-se que o mundo é visto por meio de explicações racionais como algo criado e determinado. Assim, de acordo com os mecanismos de monitoramento e de vinculação estabelecidos pelas empresas, as estruturas de GC das empresas são determinadas. O determinismo considera que os indivíduos são influenciados pelo ambiente ou pela situação em que estejam inseridos (BURREL; MORGAN, 1979).

Sob a perspectiva metodológica o estudo segue uma abordagem nomotética. Busca-se desenvolver a pesquisa com procedimentos sistemáticos, testes científicos e rigor metodológico. Segundo Burrel e Morgan (1979), nesta abordagem há destaque para a importância em se seguir um protocolo sistemático e uma técnica mediante testes de hipóteses, conforme os cânones do rigor científico.

Assim, esta pesquisa pode ser classificada, segundo os paradigmas da Ciência Social de Burrel e Morgan (1979), como um estudo que segue o paradigma funcionalista, situado no quadrante inferior direito, conforme apresentado na Figura 4.

Figura 4 – Paradigmas para análise da Teoria Social



Fonte: Adaptado de Burrel e Morgan (1979, p. 28).



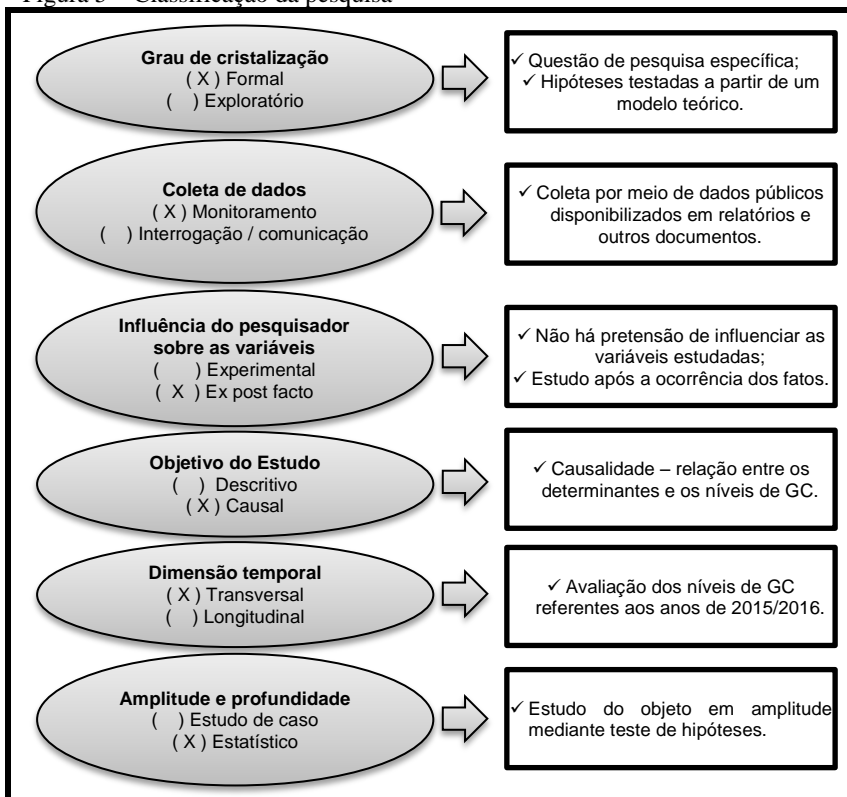
De acordo com Burrell e Morgan (1979), estudos que seguem o paradigma funcionalista estão voltados a explicações essencialmente racionais sobre questões sociais. O mundo social tende a ser assumido como formado por artefatos empíricos relativamente concretos e de relações que podem ser identificadas, estudadas e mensuradas por meio de abordagens derivadas das Ciências Naturais.

Assim, este estudo segue o paradigma funcionalista. Trata da estrutura de governança das organizações, bem como da relação entre os determinantes e os níveis de GC de empresas com ações negociadas na B3. A investigação realizada na pesquisa compreende a adoção de procedimentos formais. Por estudar os determinantes dos níveis de GC tem-se o interesse em explicar o *status quo* e obter soluções práticas. Pretende explicar e prever fenômenos a partir da observação de regularidades e identificação de relações entre o nível de GC e seus determinantes, com o uso de procedimentos sistemáticos, testes científicos e rigor metodológico.

### 3.2 DELINEAMENTO METODOLÓGICO

Para este estudo optou-se por apresentar inicialmente o delineamento a partir de um único modelo classificação que envolva diferentes aspectos do enquadramento metodológico. A opção pelo modelo de Cooper e Schindler (2011) ocorreu por apresentar de maneira simultânea, sob o ponto de vista de uma única obra, seis características para o enquadramento da pesquisa. Assim, a partir do estudo de diferentes fontes de orientação à classificação de pesquisas pode-se observar uma gama de terminologias existentes. No entanto, o que se percebe é uma divergência entre autores, eventualmente com sobreposição de conceitos. Assim, optou-se por expor a estratégia metodológica de acordo com as orientações de Cooper e Schindler (2011), sintetizadas na Figura 5.

Figura 5 – Classificação da pesquisa



Fonte: Adaptado de Cooper e Schindler (2011).

Por possuir questão de pesquisa específica e suas hipóteses testadas com base em um modelo teórico, a proposta se enquadra, quanto ao grau de cristalização, como formal. A coleta de dados ocorreu por meio de monitoramento, com dados públicos, disponibilizados em relatórios e outros documentos. É considerado um estudo *ex post facto*, pois não há pretensão de influenciar as variáveis estudadas, uma vez que o desenvolvimento do estudo se deu após a ocorrência dos fatos.

Nesta pesquisa foi estudada a relação entre o nível de GC e as variáveis explicativas, logo, pode ser enquadrado, quanto ao seu objetivo, como causal. Sua dimensão temporal é transversal, pois a avaliação dos níveis de GC refere-se aos anos de 2015 e 2016. Quanto à

amplitude e profundidade, consiste em um estudo estatístico do objeto, isto é, em amplitude mediante teste de hipóteses.

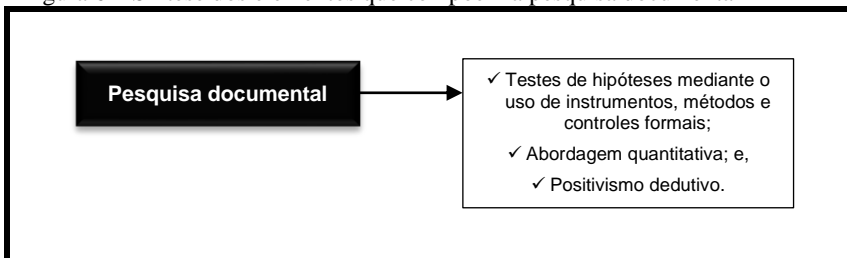
Esta pesquisa tem natureza explicativa. Esta classificação se sustenta pela orientação de Cooper e Schindler (2011) quanto ao grau de cristalização, ao objetivo do estudo e sua amplitude e profundidade. Ademais, de acordo com Gil (2010), estas pesquisas visam identificar fatores que contribuem para a ocorrência dos fenômenos. Dão continuidade ao conhecimento gerado por pesquisas descritivas, pois a identificação de relação causal exige que o fenômeno esteja descrito e detalhado. Assim, este enquadramento se justifica pelo fato de a literatura revelar resultados de pesquisas descritivas dos níveis de GC e também de outras pesquisas explicativas acerca das relações entre o nível de GC e características das empresas.

A abordagem do problema tem foco predominantemente quantitativo. Os dados e evidências foram quantificados, filtrados, organizados, tabulados e analisados por intermédio de técnicas estatísticas (MARTINS; THEÓPHILO, 2009). Além disto, a solução ao problema de pesquisa demanda o estudo da relação entre o nível de GC e os atributos contábeis e não contábeis (determinantes), mediante testes quantitativos das hipóteses estudadas.

Os procedimentos de coleta dos dados consistiram em uma pesquisa documental. Este tipo de pesquisa se caracteriza pela utilização de dados baseados, dentre outras fontes, em documentos históricos, relatórios anuais e divulgações de empresas, que permitem o desenvolvimento da Teoria Contábil, a partir de uma análise fundamental dos números contábeis e mediante análise crítica e de conteúdo de narrativas (SMITH, 2003).

Este tipo de estudo tem como contribuição a investigação do problema em questão a partir de dados obtidos em relatórios públicos, disponibilizados pelas empresas avaliadas. Permite uma visão independente acerca do objeto pesquisado, ou seja, as observações são capturadas independentemente da interferência dos indivíduos envolvidos no processo. Uma visão sintetizada de pesquisa documental, segundo Smith (2003), é apresentada na Figura 6.

Figura 6 – Síntese dos elementos que compõem a pesquisa documental



Fonte: Adaptado de Smith (2003, p. 20).

A pesquisa desenvolvida compreende o estudo dos determinantes dos níveis de GC por meio de pesquisa documental. De acordo com Smith (2003), estas pesquisas são desenvolvidas a partir de instrumentos, métodos e controles formais para realização de testes de hipóteses, segundo o positivismo dedutivo. As hipóteses da pesquisa foram formuladas com o intuito de permitir o teste e a avaliação empírica dos atributos contábeis e não contábeis como determinantes dos níveis de GC.

Assim, pode-se sintetizar que o delineamento da pesquisa envolve um estudo explicativo, documental e com abordagem quantitativa ao problema. A classificação da pesquisa, segundo o modelo de Cooper e Schindler (2011), reforça as características de um estudo formal, causal, de monitoramento e sem a influência do pesquisador sobre as variáveis estudadas (*ex post facto*). Além disto, tem uma dimensão temporal transversal e amplitude e profundidade de um estudo estatístico.

### 3.3 HIPÓTESES DA PESQUISA

As hipóteses avaliadas no estudo levam em consideração a relação entre o nível de GC os determinantes destes níveis. Como forma de classificação destes determinantes, optou-se por segregá-los, de acordo com a natureza das variáveis estudadas. Com isto, as variáveis extraídas das demonstrações financeiras foram classificadas como atributos contábeis e as variáveis obtidas em outras fontes de informação, não pertencentes às demonstrações financeiras, como atributos não contábeis.

O atributo contábil, compreendido pelo grau de intangibilidade, captura a capacidade de discriminar empresas com maior ou menor potencial de GC. De acordo com o grau de intangibilidade, o nível de

GC pode variar em função das necessidades de proteção do patrimônio, bem como em consequência dos diferenciais detidos pela empresa em termos de recursos humanos, tecnológicos, de pesquisa e uma série de outros recursos aplicáveis na execução de tarefas no âmbito da organização (HIMMELBERG; HUBBARD; PALIA, 1999; BEINER *et al.*, 2006; KHANCHEL, 2007).

Himmelberg, Hubbard e Palia (1999) enfatizam que a estrutura e a composição dos ativos de uma empresa influenciam seu ambiente contratual. Isto porque, ativos imobilizados são mais fáceis de monitorar e menos passíveis de desvios do que ativos leves como é o caso de intangíveis, recebíveis, estoques e outros. Himmelberg, Hubbard e Palia (1999) defendem que empresas que trabalham com maior nível de intangibilidade precisam estabelecer e manter mecanismos de GC mais efetivos e rigorosos. O maior rigor e efetividade na adoção destes mecanismos visam sinalizar aos investidores que a organização atua para salvaguardar seus ativos. Para mensurar o grau de intangibilidade foi considerada a proporção entre os ativos intangíveis da empresa e seus ativos totais. Esta medida foi utilizada nos estudos de Himmelberg, Hubbard e Palia (1999), Beiner *et al.* (2006) e Khanchel (2007). Neste contexto, tem-se a seguinte hipótese:

**H<sub>1</sub>:** Empresas com maior grau de intangibilidade possuem maior nível de GC.

Para esta hipótese é esperado que o nível de GC seja maior para empresas que possuam maior grau de intangibilidade e menor para empresas com menor grau de intangibilidade. Isto representa que as empresas fortalecem suas estruturas de GC devido à dificuldade de monitoramento e salvaguarda deste tipo de ativo. De acordo com Himmelberg, Hubbard e Palia (1999), estes aumentos de efetividade e de rigor no estabelecimento de mecanismos de GC são formas de sinalização aos acionistas sobre a intenção de proteger seus interesses, bem como preservar o patrimônio da empresa. O estudo desta hipótese é realizado para avaliar a relação do grau de intangibilidade com uma representação de GC formulada a partir da visão de *nexus* contratuais entre os diferentes mecanismos de controle e de vinculação observados no estudo.

A segunda hipótese está relacionada ao tamanho das empresas. Segundo Khanchel (2007), os efeitos do tamanho da empresa sobre o nível de GC são ambíguos. De um lado, grandes empresas estão sujeitas a maiores problemas de agência, que têm de ser mitigados por meio de

mecanismos mais rigorosos de GC. Por outro lado, pequenas empresas têm mais capacidade e maiores oportunidades de crescimento, o que demanda mecanismos mais efetivos de GC, para garantia de financiamentos externos. Esta relação tem sustentação na Teoria da Agência, pois Jensen (1986) defende que, grandes empresas estão mais sujeitas aos problemas de agência, já que o monitoramento neste tipo de empresa é mais difícil em virtude de seu tamanho e também em função do fluxo de caixa livre.

De acordo com Pincus, Rusbarsky e Wong (1989), o tamanho da empresa representa as chamadas economias de escala dos custos de monitoramento. Nesta perspectiva, custos maiores com mecanismos de monitoramento tendem a ser mais facilmente assimilados por empresas maiores do que por empresas menores. Esta relação ocorre devido a um efeito de diluição do custo, enquanto que grandes gastos com mecanismos de GC são considerados inacessíveis e inviáveis para pequenas empresas, estes são mais acessíveis e mais facilmente absorvidos por empresas maiores.

Assim, neste estudo, o tamanho é utilizado para avaliar a relação entre as economias de escala dos custos de monitoramento e o nível de GC (PINCUS; RUSBARSKY; WONG, 1989; KLAPPER; LOVE, 2004; BEINER *et al.*, 2006; KHANCHEL, 2007; BAUER; EICHHOLTZ; KOK, 2010; CONNELLY; LIMPAPHAYOM; NAGARAJAN, 2012). Klapper e Love (2004) enfatizam que o efeito do tamanho da empresa pode ser misto. Empresas maiores estão mais sujeitas a problemas de agência. Isto porque, seu monitoramento é difícil em decorrência do fluxo de caixa livre, o que necessita ser compensado com mecanismos específicos de GC.

Sua avaliação será realizada por meio do total do ativo. Esta escolha foi feita, pois além de ser a medida mais adotada na literatura, há também a necessidade de evitar problemas decorrentes do uso da receita de vendas como *proxy* para tamanho. Assim como mencionado na seção 2.3, evitou-se o uso de variáveis de desempenho como atributo contábil. A este respeito, a receita de vendas guarda relação bastante próxima com medidas de retorno (lucros) das empresas.

Assim como nos estudos de Pincus, Rusbarsky e Wong (1989), de Klapper e Love (2004), de Beiner *et al.* (2006), de Khanchel (2007), de Bauer, Eichholtz e Kok (2010) e de Connelly, Limpaphayom e Nagarajan (2012), em decorrência de características dos dados coletados e da amostra utilizada na pesquisa, a variável total do ativo foi transformada em logaritmo natural, para ajuste da variável aos pressupostos de normalidade e diminuição da variância presente nos

valores assumidos entre empresas grandes e pequenas. Neste sentido, tem-se a seguinte hipótese:

**H<sub>2</sub>:** Empresas maiores possuem maior nível de GC.

Espera-se que empresas maiores tenham maior nível de GC como forma de mitigar problemas de agência, bem como pela viabilidade e acessibilidade de implantação e manutenção de mecanismos mais rigorosos e efetivos de GC. Isto representa a necessidade de proteção a uma maior exposição aos problemas de agência e também pelas economias de escala dos custos de monitoramento. Neste estudo, a avaliação da relação entre a GC e as economias de escala dos custos de monitoramento, medidas pelo tamanho da empresa, busca revelar se, quando a GC é representada por meio dos diferentes fatores e dimensões que constituem os mecanismos de controle e de vinculação, há um efeito de diluição de custos ou se é apenas reflexo da simplificação da estrutura de GC em estudos anteriores.

A terceira hipótese diz respeito às oportunidades de investimento das empresas. As oportunidades de investimento permitem dimensionar a possibilidade de investimentos relacionados à GC. Para Khanchel (2007), empresas com maiores oportunidades de investimento têm melhores estruturas de GC. De acordo com Stein (1989), empresas mais bem governadas estão menos propensas a iniciativas de curto prazo (miopia estratégica) e incentivam o aumento de pesquisas e desenvolvimento e de outros investimentos de capital (decisões de longo prazo).

Sob a ótica da Teoria da Agência, defendida por Jensen e Meckling (1976), em que o agente tem incentivos para agir em favor de seus próprios interesses, há uma motivação para que os gestores optem por projetos ineficientes para a empresa, mas que maximizem seu próprio benefício e riqueza. De acordo com Shleifer e Vishny (1989), este problema é agravado pelo entrenchamento da gestão. Segundo os autores, o entrenchamento da gestão é uma espécie de blindagem para os gestores contra os mecanismos de controle estabelecidos para proteção da empresa. De acordo com Khanchel (2007), oportunidades de investimentos são representadas pela relação entre despesas de capital para obtenção de ativos e o ativo total. Para estimação destas despesas de capital optou-se pelo uso da *proxy* representada pelo indicador de despesas de capital ou investimento em bens de capital, também chamada de “Capital Expenditure” (CAPEX), amplamente

utilizado em estudos de contabilidade e finanças. Assim, tem-se a seguinte hipótese:

**H<sub>3</sub>:** Empresas com maiores oportunidades de investimento possuem maior nível de GC.

Para está hipótese há a expectativa de que empresas que tenham maiores oportunidades de investimento apresentem maior nível de GC. Este aumento do nível de GC funciona como forma de mitigar a ocorrência de problemas de agência. Em outras palavras, previne a prática de ações que maximizem os interesses e benefícios dos próprios agentes em detrimento do desenvolvimento e progresso das operações da empresa. Esta hipótese foi levantada no estudo, para conhecer os reflexos das oportunidades de investimentos, na implementação dos diferentes mecanismos que compõem a representação de GC adotada na pesquisa. Esta representação compreende uma gama de dimensões e fatores de GC que foram estudados de separadamente (dispersos) nos estudos anteriores. A dispersão destas dimensões e fatores pode fazer com que se acredite ter uma representação confiável da GC, mas estar apenas observando poucas ou uma única face do construto GC.

A quarta hipótese refere-se à alavancagem financeira, que consiste em uma *proxy* para os custos de agência da dívida. Bauer, Eichholtz e Kok (2010) observaram que empresas com menores índices de alavancagem financeira possuem uma maior valorização no mercado. Porém, esta observação deve ser analisada sob dois pontos de vista distintos. No primeiro, considera-se que empresas com maiores índices de alavancagem são menos valorizadas, o que faz com que os investidores tenham uma demanda maior por proteção de seus investimentos. Mecanismos mais rígidos e efetivos de GC são instrumentos para garantia desta proteção (HIMMELBERG; HUBBARD; PALIA, 1999). Para Adams (1997), empresas com maiores índices de alavancagem tendem a apresentar um aumento de custos contratuais e uma maior demanda por garantias por parte de seus *stakeholders*.

Sob outro ponto de vista, Bauer, Eichholtz e Kok (2010) mencionam que empresas com alto nível de GC tendem a ser empresas com boa gestão e boa performance. Nesta linha, os achados de Bauer, Eichholtz e Kok (2010) revelam que estas empresas, que são mais bem governadas, possuem menores índices de alavancagem financeira. Ademais, Drobotz, Schillhofer e Zimmermann (2004) observaram que empresas com alta alavancagem sofrem maior desvalorização. Bebchuk,



Cohen e Ferrell (2009) complementam esta visão ao observarem que empresas com menor índice de alavancagem financeira estão menos sujeitas ao entrincheiramento de seu controle. Neste sentido, tem-se a seguinte hipótese:

**H<sub>4</sub>:** Empresas com menores níveis de alavancagem financeira possuem maior nível de GC.

Espera-se que empresas com menores níveis de alavancagem financeira apresentem um maior nível de GC. Isto porque, empresas mais bem governadas são capazes de terem melhor gestão e desempenho. De acordo com Byrd, Parrino e Pritsch (1998), empresas com alto índice de endividamento possuem menores custos de agência. A GC nestes casos atua como forma de mitigar o risco do investimento efetuado pelos acionistas. Níveis mais elevados de GC representam, no âmbito das relações de agência, mecanismos de controle e de vinculação mais rígidos e efetivos oferecidos como garantias para salvaguarda do patrimônio da empresa, bem como dos interesses dos investidores. Devido aos resultados mistos encontrados nas pesquisas anteriores buscou-se com esta hipótese avaliar se a representação das estruturas de GC com base na visão de *nexus* de contratos oferece uma contribuição ao estudo da relação entre a governança e a alavancagem financeira. Com base nos estudos anteriores observa-se uma clara necessidade de que novos estudos consigam uma representação mais robusta para a GC.

A quinta hipótese está relacionada à atuação em setores regulamentados. A regulamentação é um atributo que captura a adoção de normatizações complementares a que as empresas estejam sujeitas, o que está relacionado à potencialização do nível de GC. Empresas que atuam em setores regulamentados estão mais propensas a aderirem voluntariamente a mecanismos complementares de GC (FIRTH; RUI, 2007). Assim, tem-se a seguinte hipótese:

**H<sub>5</sub>:** Empresas que atuam em setores regulamentados possuem maior nível de GC.

Para esta hipótese espera-se que a atuação em setor regulamentado esteja relacionada à constituição e formalização, ainda que voluntariamente, de mecanismos mais efetivos de GC. Deste modo, espera-se que empresas pertencentes a setores regulamentados apresentem níveis mais elevados de GC.

A sexta hipótese se refere à negociação de títulos nas bolsas de valores Norte-Americanas. A emissão de ADRs é adotada como indicador da necessidade de aderência a normas complementares de natureza societária, de controles e de relatórios financeiros. Klapper e Love (2004) constataram que empresas que negociam suas ações nas Bolsas de Valores Norte-Americanas apresentavam níveis mais elevados de GC. Este resultado não se restringiu às empresas Norte-Americanas, pois foi válido também para outras empresas estrangeiras.

Dentre as razões para este diferencial, em termos de GC, está a regulamentação estadunidense relativa aos controles internos, responsabilidade dos dirigentes e elaboração de relatórios financeiros, estabelecida pela Lei Sarbanes Oxley (SOX). Khanchel (2007) menciona os colapsos da Enron, WorldCom e Arthur Andersen nos Estados Unidos como propulsores da importância da GC. Estes colapsos são reconhecidos como um marco para a promulgação da SOX. Os resultados de Klapper e Love (2004) demonstram que uma maior necessidade de aderência às normas estadunidenses resulta em aumento do nível de GC. Segundo Klapper e Love (2004), há pelo menos duas razões para se esperar que emissoras de ADRs tenham níveis mais elevados de GC. Destacam a transparência proporcionada pelo atendimento às normas Norte-Americanas para elaboração das demonstrações contábeis e a proteção aos investidores minoritários por parte das regulações e legislações estabelecidas pela SEC. Neste contexto, tem-se a seguinte hipótese:

**H<sub>6</sub>:** Empresas emissoras de ADRs possuem maior nível de GC.

Para as empresas emissoras de títulos no mercado norte-americano é esperado que estas apresentem um maior nível de GC. Este resultado representa que empresas sujeitas a normatizações mais rígidas de controles internos e de relatórios financeiros, como é o caso da SOX, tenham estruturas de GC mais robustas. Além disto, é necessário compreender, comparativamente aos achados das demais pesquisas, os reflexos da cultura sobre a aderência às normas Norte-Americanas por empresas que não sejam originárias daquele país. Neste caso, sobretudo pelo rigor exigido das empresas brasileiras nos Estados Unidos, que é menor do que das empresas locais, é preciso conhecer se a estrutura de GC reflete as exigências normativas, assim como para as demais empresas estudadas nas pesquisas anteriores.

A sétima hipótese diz respeito à maturidade da empresa no mercado de capitais. Farag, Mallin e Ow-Yong (2014) e Cheung *et al.*

(2008) utilizaram o tempo de listagem em bolsa como variável de controle para a idade das empresas em seu estudo. De acordo com Cheung *et al.* (2008), empresas com mais tempo de listagem em bolsa possuem maior qualidade em suas práticas de GC. Espera-se que empresas com maior maturidade, ou seja, maior tempo de listagem, estejam relacionadas a maiores níveis de GC. Neste sentido, tem-se a seguinte hipótese:

**H<sub>7</sub>:** Empresas com maior tempo de listagem em bolsa possuem maior nível de GC.

Para esta hipótese espera-se que empresas com maior maturidade, medida pelo tempo de registro em bolsa, tenham níveis mais elevados de GC. Este resultado representa que, quanto maior a experiência e a maturidade da empresa no mercado de capitais, maior sua capacidade de proteção aos interesses dos investidores, por meio da adoção de mecanismos mais rígidos e efetivos de GC. A maturidade das empresas é outra questão que pode sofrer a influência da cultura. Tanto pode ser possível que as empresas brasileiras com maior maturidade consigam implementar estruturas mais robustas de GC, como aquelas que são mais novas e precisem atrair investidores estabeleçam mecanismos mais efetivos de GC.

Por fim, a oitava e última hipótese visa comparar o nível de GC estimado a partir dos determinantes dos níveis de GC ( $\theta_2$ ) com o nível de GC estimado a partir dos fatores e dimensões de GC ( $\theta_1$ ). Espera-se que não haja diferenças estatisticamente significantes entre as medidas avaliadas, ou seja, que empresas classificadas em níveis superiores (inferiores) pela primeira abordagem de estimação sejam também superiores (inferiores) na segunda abordagem. Assim, tem-se a seguinte hipótese:

**H<sub>8</sub>:** O nível de GC estimado a partir dos determinantes dos níveis de GC ( $\theta_2$ ) está relacionado ao nível de GC estimado a partir dos fatores e dimensões de GC ( $\theta_1$ ).

Esta hipótese visa comparar se, após a investigação dos determinantes, existe coerência entre a classificação efetuada por meio das estimações de  $\theta_1$  (TRI) e  $\theta_2$  (regressão).

### 3.4 CONSTRUTO DA PESQUISA

Construtos representam operacionalizações de abstrações das teorias utilizadas nas Ciências Sociais (MARTINS; THEÓPHILO, 2009, p. 35). Construtos são medidas indiretas de conceitos normalmente concebidos sob a forma de questões compostas por múltiplos componentes (SMITH, 2003).

Para o objetivo específico “a”, que busca “identificar um conjunto de dimensões para mensuração dos níveis de GC das empresas com ações negociadas na B3”, o construto é apresentado no Quadro 10. Para este objetivo, houve a necessidade de reunir diferentes fatores dispersos ao longo do corpo de literatura sobre o tema, de modo a gerar uma representação global das estruturas de governança das empresas.

Quadro 10 – Construto para o objetivo específico “a”

Variáveis	Subvariáveis	Autores
Estrutura de propriedade	Participação gerencial	Bauer, Eichholtz e Kok (2010)
	Participação de <i>insiders</i>	Bauer, Eichholtz e Kok (2010)
	Participação de <i>blockholders</i>	Aman e Nguyen (2008)
	Participação institucional	Aman e Nguyen (2008)
	Regras para participação acionária de <i>insiders</i>	Bauer, Eichholtz e Kok (2010) e Chung, Elder e Kim (2010)
Conselho de administração	Dualidade das funções de diretor-presidente / presidente do conselho	Balasubramanian, Black e Khanna (2010), Bauer, Eichholtz e Kok (2010) e Chung, Elder e Kim (2010)
	Presença superior a 50% de <i>outsiders</i>	Chung, Elder e Kim (2010)
	Troca de membros do conselho	Bauer, Eichholtz e Kok (2010)
	Eleição anual de membros	Chung, Elder e Kim (2010)
	Quantidade de membros	Bauer, Eichholtz e Kok (2010) e Chung, Elder e Kim (2010)
	Expertise dos membros	Balasubramanian, Black e Khanna (2010)
	Reunião com membros externos	Bauer, Eichholtz e Kok (2010)
Gestão	Remuneração e incentivos à administradores	Klapper e Love (2004) e Ho (2005)

Variáveis	Subvariáveis	Autores
	Opções de ações	Klapper e Love (2004)
	<i>Expertise</i>	Tsipouri e Xanthakis (2004) e Ho (2005)
Evidenciação e <i>accountability</i>	Divulgação de remuneração de gestores e conselheiros	Balasubramanian, Black e Khanna (2010) e Al-Malkawi, Pillai e Bhatti (2014)
	Riscos e transações com partes relacionadas	Balasubramanian, Black e Khanna (2010) e Al-Malkawi, Pillai e Bhatti (2014)
	Disponibilidade de canais de comunicação	Black, Jang e Kim (2006)
	Divulgações pontuais de estimativas	Klapper e Love (2004)
	Divulgação de cláusulas restritivas ( <i>covenants</i> )	Smith e Warner (1979), Bushman e Smith (2001) e Armstrong, Guay e Weber (2010)
Auditoria	Independência	Bauer, Eichholtz e Kok (2010)
	Reputação	DeAngelo (1981)
	Manutenção da firma de auditoria	Bauer, Eichholtz e Kok (2010)
	Trocas voluntárias	Brown e Caylor (2006) e Bauer, Eichholtz e Kok (2010)
	Rodízios obrigatórios	Brown e Caylor (2006) e Bauer, Eichholtz e Kok (2010)
<i>Stakeholders</i>	Benefícios, segurança e bem estar dos funcionários	Cheung <i>et al.</i> (2007) e Connelly, Limpaphayom e Nagarajan (2012)
	Fundos de aposentadoria e pensão	Connelly, Limpaphayom e Nagarajan (2012)
	Programas de formação e aperfeiçoamento à comunidade e funcionários	Connelly, Limpaphayom e Nagarajan (2012)
	Divulgações de questões ambientais	Cheung <i>et al.</i> (2007)
	Acessibilidade das informações	Tsipouri e Xanthakis (2004)

Fonte: Elaborado pelo autor (2018).

Para a operacionalização deste objetivo, foi realizada a aplicação de um processo de estimação de parâmetros, para o modelo de Teoria da Resposta ao Item (TRI), por meio do Modelo Logístico de 2 Parâmetros (ML2P).

A Equação (1) apresenta o Modelo Logístico de 2 parâmetros ML2P para itens dicotômicos ou dicotomizados, de acordo com Andrade, Tavares e Valle (2000).

$$P(U_{ij} = 1 | \theta_j) = \frac{1}{1 + e^{-a_i(\theta_j - b_i)}} \quad (1)$$

Este modelo representa a probabilidade de, a cada observação realizada, a empresa atender à característica compreendida pelo fator investigado na dimensão avaliada. O ML2P considera os seguintes parâmetros da TRI:

- a) Parâmetro “a” – corresponde ao parâmetro de discriminação do item; e,
- b) Parâmetro “b” – representa o parâmetro de dificuldade do item.

Para o objetivo específico “b” que é “mensurar os níveis de GC das empresas, a partir de dimensões e fatores de GC”, o construto é apresentado no Quadro 11.

Quadro 11 – Construto para o objetivo específico “b”

Variáveis	Descrição
$\theta_1$	Nível de GC segundo a TRI
Fatores de GC	Itens do <i>checklist</i> de pesquisa
Dimensões de GC	Agrupamentos dos itens do <i>checklist</i>
Discriminação	Parâmetro “a” da TRI
Dificuldade	Parâmetro “b” da TRI

Fonte: Elaborado pelo autor (2018).

A operacionalização deste objetivo foi realizada por meio da construção de uma escala de medida para posicionamento dos itens de GC, segundo a Teoria da Resposta ao Item (TRI). Para este procedimento foram identificados os itens conhecidos como itens “âncora” ou “quase âncora” e definidos os intervalos relativos à posição do nível de GC.

A partir da mensuração do nível de GC, todos os itens foram posicionados em uma mesma escala (um mesmo *continuum*) e

ordenados de acordo com o parâmetro de dificuldade dos itens ( $b_i$ ). Foram considerados como itens “âncora” aqueles que atendem simultaneamente aos critérios apresentados na Figura 7.

Figura 7 – Critérios para definição de níveis “âncora”

1.  $P(U = 1 | \theta = Z) > 0,65$ ;
2.  $P(U = 1 | \theta = Y) < 0,50$ ; e,
3.  $P(U = 1 | \theta = Z) - P(U = 1 | \theta = Y) > 0,30$ .

Fonte: Andrade, Tavares e Valle (2000, p. 110).

Para que um item seja considerado âncora, ele necessita ser atendido pela maior parte dos indivíduos com o nível de GC indicado na escala (65%) e por uma proporção menor de indivíduos, isto é, de no máximo 50% daqueles que possuem um nível de GC inferior. Adicionalmente, é necessário que exista uma diferença de 30% entre indivíduos com diferentes níveis de GC que atendem ao requisito avaliado no item (ANDRADE; TAVARES; VALLE, 2000). No entanto, devido à dificuldade de atendimento simultâneo dos três critérios, foram também considerados como itens “quase âncora” aqueles que atendem ao menos dois dos critérios mencionados.

Para o objetivo específico “c” que é “examinar atributos contábeis e não contábeis como determinantes dos níveis de GC das empresas”, o construto utilizado é apresentado no Quadro 12.

Quadro 12 – Construto para o objetivo específico “c”

Variáveis	Subvariáveis	Operacionalização	Autores
Atributos contábeis	Intangibilidade (INTANG)	Ativos intangíveis / Total do ativo	Beiner <i>et al.</i> (2006) e Khanchel (2007)
	Tamanho (economias de escala dos custos de monitoramento) (LnATT)	Logaritmo do total do ativo	Pincus, Rusbarsky e Wong (1989), Klapper e Love (2004), Beiner <i>et al.</i> (2006), Khanchel (2007), Silveira e Barros (2008), Bauer, Eichholtz e Kok (2010) e Connelly, Limpaphayom e Nagarajan (2012)

Variáveis	Subvariáveis	Operacionalização	Autores
	Oportunidades de investimento (OPINV)	Despesas de capital para obtenção de ativos (medidas pelo indicador CAPEX) / Total do ativo	Khanchel (2007), Bauer, Eichholtz e Kok (2010) e Ammann, Oesch e Schmid (2011)
	Alavancagem financeira (custo de agência da dívida) (LEVER)	PNC / Total do ativo	Pincus, Rusbarsky e Wong (1989), Adams (1997), Beiner <i>et al.</i> (2006), Silveira, Perobelli e Barros (2008), Bebchuk, Cohen e Ferrell (2009) e Connelly, Limpaphayom e Nagarajan (2012)
	Proporção de caixa (CaixaATT)	Caixa / Total do ativo	Ammann, Oesch e Schmid (2011)
Atributos não contábeis	Setor de atuação (SEATU)	(N Setores – 1) <i>dummies</i> .	Klapper e Love (2004), Beiner <i>et al.</i> (2006), Black, Jang e Kim (2006), Black, Carvalho e Gorga (2012) e Farag, Mallin e Ow-Yong (2014)
	Setor regulamentado (SETREG)	Variável <i>dummy</i> 0 = setor não regulamentado; 1 = setor regulamentado	Firth e Rui (2007)
	Emissão de ADR (EMADR)	Variável <i>dummy</i> 0 = não; 1 = sim.	Klapper e Love (2004) e Silveira e Barros (2008)
	Tempo de listagem (maturidade) (LnTLIST)	Logaritmo do tempo de listagem em anos	Balasubramanian, Black e Khanna (2010), Cheung <i>et al.</i> (2008), Defond, Raghunandan e Subramanyam (2002), Connelly, Limpaphayom e Nagarajan (2012) e Farag, Mallin e Ow-Yong (2014)

Fonte: Elaborado pelo Autor (2018).



Os atributos contábeis correspondem às características extraídas com base nas demonstrações contábeis das empresas. A intangibilidade (INTANG) é um atributo contábil que expressa a relação entre os ativos intangíveis da empresa e seu tamanho medido pelo ativo total. Este atributo foi considerado na formulação da primeira hipótese avaliada na pesquisa ( $H_1$ ). A discussão teórica acerca do comportamento desta variável, e das demais que constituíram as hipóteses, se encontram nos tópicos 2.2.4, que trata dos determinantes dos níveis de GC e 3.3, referente à declaração das hipóteses consideradas para o estudo dos determinantes dos níveis de GC.

O Tamanho das empresas, medido pela variável LnATT, expressa as economias de escala dos custos de monitoramento. Este atributo contábil tem como objetivo medir o grau de variação no nível de GC em função da variação no tamanho das empresas. Este atributo contábil constitui a segunda hipótese avaliada na pesquisa ( $H_2$ ). Para Pincus, Rusbarsky e Wong (1989), como medida das economias de escala dos custos de monitoramento, sinaliza a capacidade de aplicação, com menor esforço, de recursos para a implantação e manutenção de mecanismos de GC.

As Oportunidades de investimento (OPINV) traduzem os reflexos sobre o nível de GC. Este atributo contábil permite avaliar a aplicação de recursos por parte do agente como uma espécie de monitoramento. Jensen e Meckling (1976) postularam sobre a motivação para que os gestores optem por projetos ineficientes para a empresa como forma de maximização de seu próprio benefício e riqueza. Este atributo está contido na formulação da terceira hipótese estudada ( $H_3$ ).

A alavancagem financeira (LEVER) corresponde a uma *proxy* para os custos de agência da dívida. A quarta hipótese do estudo ( $H_3$ ) considera este atributo contábil em sua análise. Pincus, Rusbarsky e Wong (1989), Adams (1997), Bebchuk, Cohen e Ferrell (2009), Beiner *et al.* (2006), Cohen e Ferrell (2009) e Connelly, Limpaphayom e Nagarajan (2012) consideraram os reflexos da alavancagem financeira em seus estudos.

Os atributos não contábeis compreendem variáveis que não são extraídas das demonstrações contábeis. A variável setor de atuação (SEATU), representada por 18 variáveis *dummy* (*dummies* de 19 setores menos uma *dummy*), busca capturar o efeito do setor de atuação sobre o nível de GC. De acordo com Black, Carvalho e Gorga (2012), características como o setor de atuação da empresa podem refletir na estrutura do Conselho de Administração. Consequentemente, refletindo

no Conselho de Administração, há um acréscimo no valor observado do nível de GC. Além de Black, Carvalho e Gorga (2012), esta variável foi utilizada por Klapper e Love (2004), Beiner *et al.* (2006), Black, Jang e Kim (2006) e Farag, Mallin e Ow-Yong (2014). As *dummies* dos setores de atuação considerados na pesquisa são apresentadas no Quadro 13.

Quadro 13 – Lista de Variáveis *dummy* para os setores de atuação das empresas

<b>Dummy</b>	<b>Setor</b>
Agua	Água
Alimentos	Alimentos
Bebidas	Bebidas
Comercio	Comércio
ComDistr	Comércio e distribuição
ConstCiv	Construção civil
Diversos	Diversos
Imoveis	Exploração de imóveis
MadPap	Madeira e papel
MaqEquip	Máquinas e equipamentos
MatTransp	Material de transporte
Mineracao	Mineração
Petroleo	Petróleo, gás e biocombustíveis
UsoPessoalLimp	Produtos de uso pessoal e de limpeza
MedicoHosp	Serviços médico-hospitalares, análises e diagnósticos
SidMetal	Siderurgia e metalurgia
Telecom	Telecomunicações
Transporte	Transporte

Fonte: Classificação setorial da B3.

A variável Setor regulamentado (SETREG) foi utilizada, assim como no estudo de Firth e Rui (2007), para moderar os efeitos da atuação em setores regulamentados sobre o nível de GC. Isto porque, segundo Firth e Rui (2007), empresas que atuam em setores regulamentados possuem níveis mais elevados de GC. Isto se deve ao fato de estas empresas estarem mais sujeitas à normatização e monitoramento por parte de seus órgãos reguladores.

Por meio da variável Emissão de ADR, representada por EMADR, buscou-se controlar os reflexos da submissão às regras do mercado Norte-Americano (sob a forma de normatizações e fiscalizações) sobre o nível de GC. Segundo Klapper e Love (2004), empresas emissoras de ADRs estão sujeitas a apresentarem maiores níveis de GC.

O Tempo de listagem, que busca traduzir a maturidade da empresa, medido em sua forma logarítmica  $\text{LnTLIST}$ , foi incorporado ao modelo de análise com o intuito de capturar o efeito da maturidade da empresa sobre seu nível de GC. Esta medida foi adotada por Balasubramanian, Black e Khanna (2010), Cheung *et al.* (2008), Defond, Raghunandan e Subramanyam (2002), Connelly, Limpaphayom e Nagarajan (2012) e Farag, Mallin e Ow-Yong (2014).

Também foram adicionadas outras variáveis de controle para moderar a relação entre o nível de GC e os determinantes. Um atributo contábil adicionado foi a proporção de caixa medida pela variável CaixaATT. Por meio dela, Ammann, Oesch e Schmid (2011) controlaram os efeitos da proporção de caixa disponível em relação ao tamanho da empresa sobre o nível de GC. Como atributo não contábil aplicado na forma de variável de controle, foi incorporada a variável DummyAno que captura o efeito da variação do nível de GC entre o ano de 2015 e 2016. Ela consiste em um atributo não contábil que é capaz de diferenciar o nível de GC de um ano para outro.

A partir da análise das variáveis independentes como determinantes da variável dependente “nível de GC” ( $\theta_1$ ), tem-se o modelo teórico expresso pela Equação (2):

$$\begin{aligned} \theta_1 = & \beta_1 \times \text{INTANG} + \beta_2 \times \text{LnATT} + \beta_3 \times \text{OPINV} + \beta_4 \times \text{LEVER} \quad (2) \\ & + \beta_{5-24} \times \text{SEATU} + \beta_{25} \times \text{SETREG} + \beta_{26-29} \times \text{EMADR} \\ & + \beta_{30} \times \text{LnTLIST} + \beta_{31} \times \text{DummyAno} \end{aligned}$$

Em função desta Equação (2) é possível o estabelecimento do objetivo específico “d”. Seus coeficientes permitem uma mensuração que não leva diretamente em consideração os 44 fatores de GC distribuídos em seis dimensões, mas uma estimação simplificada por meio de menos elementos, os chamados determinantes dos níveis de GC (atributos contábeis e não contábeis).

O objetivo específico “d” que é “reestimar os níveis de GC das empresas de acordo com os determinantes identificados” teve sua operacionalização com base no modelo teórico apresentado na Equação (2). Neste objetivo, buscou-se a estimação do nível de GC expresso pelo  $\theta_2$  (novo  $\theta$  estimado após a regressão), de acordo com a substituição dos valores observados para as variáveis que compõem o modelo teórico de regressão. Em outras palavras, foi realizada a reestimação do nível de GC a partir do modelo validado na análise de regressão.

Por fim, o objetivo específico “e” que é “propor o ordenamento/posicionamento das empresas de acordo com os

determinantes identificados” foi operacionalizado na comparação do ordenamento e posicionamento do nível de GC pela regressão ( $\theta_2$ ) em relação ao nível original pela TRI ( $\theta_1$ ). Este procedimento foi realizado mediante análise de correlação entre  $\theta_2$ , estimado pelo modelo teórico da regressão e  $\theta_1$ , estimado por meio da TRI.

### 3.5 CHECKLIST DE DIMENSÕES E FATORES DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

O *checklist* abrange itens que compreendem os fatores e dimensões de GC para estudo das estruturas de GC das empresas avaliadas. A combinação destes itens representa os *nexus* de contratos que compõem a empresa, de acordo com a base teórica do estudo. Este *checklist* foi utilizado para o estudo do nível de GC expresso pela variável  $\theta_1$ .

A elaboração deste *checklist* representou um desafio para o desenvolvimento da pesquisa. Os fatores que compõem as dimensões que compõem este instrumento foram encontrados de forma dispersa na literatura. Os estudos encontrados sobre o tema apresentavam uma grande variabilidade de abordagens, alguns apenas focados em poucas dimensões, como é o caso de Al-Malkawi, Pillai e Bhatti (2014) e Aman e Nguyen (2008) que somente observaram três dimensões (Estrutura de Propriedade; Conselho de Administração; e, Evidenciação) e Bebchuk, Cohen e Ferrell (2009) que observaram apenas uma dimensão (Estrutura de Propriedade).

O *checklist* aplicado na pesquisa foi subdividido e encontra-se apresentado, de maneira segregada, por dimensão nos quadros desta seção. No Quadro 14 são apresentadas as questões que envolvem os fatores da dimensão “Estrutura de propriedade”.

Quadro 14 – Checklist da dimensão “Estrutura de propriedade”

Item	Descrição	Estudo
I01	A empresa possui pelo menos um investidor institucional externo com pelo menos 5% de participação?	Black, Carvalho e Gorga (2012)
I02	A empresa oferece aos acionistas ordinários o direito a recompra de ações ou outros direitos relacionados a dividendos?	Cheung <i>et al.</i> (2007) e Cheung <i>et al.</i> (2008)
I03	A empresa oferece direito equilibrado de votos (uma ação = um voto)?	Cheung <i>et al.</i> (2007) e Cheung <i>et al.</i> (2008)
I04	O total das participações de <i>blockholders</i> é superior a 25%?	Chen <i>et al.</i> (2007)
I05	A participação de executivos e conselheiros é de pelo menos 1%, mas não mais de 30% do total de ações em circulação?	Beiner <i>et al.</i> (2006)
I06	O percentual de ações ordinárias detidas pelos 5 maiores acionistas é superior a 10%?	Chen <i>et al.</i> (2007)
I07	As decisões de remuneração de conselheiros ou executivos são aprovadas anualmente pelos acionistas?	Cheung <i>et al.</i> (2007) e Cheung <i>et al.</i> (2008)
I08	A empresa oferece alguma alternativa que facilite a realização de votações e participação em assembleias?	Cheung <i>et al.</i> (2007) e Cheung <i>et al.</i> (2008)
I09	Existe algum mecanismo para permitir que os acionistas minoritários influenciem a composição do conselho de administração?	Cheung <i>et al.</i> (2007) e Cheung <i>et al.</i> (2008)
I10	A empresa faz parte de um grupo econômico em que o controlador também controla os principais fornecedores, clientes e/ou empresas similares?	Cheung <i>et al.</i> (2007) e Cheung <i>et al.</i> (2008)
I11	Há algum caso de não conformidade envolvendo transações com partes relacionadas nos últimos 2 anos? (Sim = 0; Não = 1)	Connelly, Limpaphayom e Nagarajan (2012), Cheung <i>et al.</i> (2007) e Cheung <i>et al.</i> (2008)

Fonte: Elaborado pelo autor (2018).

Segundo Monks e Minow (2011), investidores institucionais têm maior experiência em negociação de ações e maior sofisticação em monitorar e disciplinar gestores na busca de projetos de longo prazo para a empresa. Para estes autores, Investidor Institucional é definido como uma instituição financeira ou estatal que investe no mercado de capitais. São considerados investidores institucionais o Estado e outras instituições públicas, os bancos, as seguradoras, os fundos de

investimento, os fundos de pensões e outras entidades que invistam no mercado de capitais comprando e vendendo grandes quantidades de valores mobiliários. De acordo com Black, Jang e Kim (2006), empresas menores com baixa participação de investidores institucionais podem “voar abaixo do radar”. Isto porque, o monitoramento destas empresas é menos efetivo pela ausência de investidores experientes em negociação de valores mobiliários.

A aprovação das decisões de remuneração de conselheiros e executivos avaliada no item “As decisões de remuneração de conselheiros ou executivos são aprovadas anualmente pelos acionistas?” verifica a participação dos acionistas nesta etapa. Isto indica que o principal (acionista) é responsável por estabelecer remuneração e reajustes anualmente ao agente (administrador). De um lado, busca-se o controle dos benefícios auferidos pelo gestor (agente) e, por outro, um alinhamento de interesses entre principal e agente. Isto porque, esta remuneração passa a refletir metas definidas pelo principal a serem atendidas periodicamente pelo agente.

Dentre as possibilidades para que a empresa facilite a participação de acionistas nas assembleias estão a outorga de procuração por meio eletrônico, boletim de voto a distância e a transmissão de áudio e/ou vídeo ao vivo das assembleias. A Lei nº 6.404/76 define que os acionistas podem ser representados por procuradores. Assim, a permissão de participação nas assembleias mediante apresentação de procuração pode ser considerada tão somente uma forma de atender aquilo que é facultado pela legislação. Por ser uma formalidade regulatória é difícil que alguma empresa deixe de cumprir com este requisito. Deste modo, na pesquisa, a questão “A empresa oferece alguma alternativa que facilite a realização de votações e participação em assembleias?” busca identificar se há algum dispositivo oferecido pela empresa para permitir uma maior adesão dos acionistas às assembleias realizadas. São considerados nesta questão a outorga de procuração por meio eletrônico, os boletins de voto a distância e a transmissão de áudio e/ou vídeo ao vivo das assembleias.

A eleição (escolha) de membros do Conselho de Administração normalmente é realizada pelos acionistas controladores. No entanto, a Legislação Societária estabelece como regra a possibilidade de indicação de um membro para o Conselho de Administração pelos acionistas minoritários que detenham participação superior a 15% (quinze por cento) das ações ordinárias ou 10% (dez por cento) das ações preferenciais. A permissão para que os acionistas minoritários influenciem na composição do Conselho de Administração é avaliada no

estudo na questão “Existe algum mecanismo para permitir que os acionistas minoritários influenciem a composição do conselho?”. Empresas que atendam a este requisito apresentam um tratamento mais equânime entre seus acionistas. O princípio de Governança da Equidade prevê o tratamento igualitário entre acionistas controladores e não controladores.

No Quadro 15 são apresentadas as questões que compõem a dimensão “Conselho de administração”.

Quadro 15 – Checklist da dimensão “Conselho de administração”

<b>Item</b>	<b>Descrição</b>	<b>Estudo</b>
I12	A remuneração dos conselheiros é divulgada?	Al-Malkawi, Pillai e Bhatti (2014)
I13	São fornecidos detalhes sobre reuniões e frequência dos conselheiros?	Al-Malkawi, Pillai e Bhatti (2014)
I14	O CEO e o presidente do conselho de administração são pessoas diferentes?	Black, Carvalho e Gorga (2012), Al-Malkawi, Pillai e Bhatti (2014) e Farag, Mallin e Ow-Yong (2014)
I15	Os conselheiros são submetidos a eleições anuais pelos acionistas?	Ammann, Oesch e Schmid (2011)
I16	O desempenho do conselho de administração é avaliado periodicamente?	Ammann, Oesch e Schmid (2011)
I17	A empresa evidencia suas orientações e políticas de GC?	Ammann, Oesch e Schmid (2011)
I18	O conselho de administração ou algum comitê é responsável pelo planejamento de sucessão do CEO?	Ammann, Oesch e Schmid (2011) e Farag, Mallin e Ow-Yong (2014)
I19	A empresa possui comitê de auditoria?	Al-Malkawi, Pillai e Bhatti (2014)
I20	O comitê de auditoria é composto por pelo menos 3 membros?	Balasubramanian, Black e Khanna (2010)
I21	O comitê de auditoria é composto integralmente por membros independentes?	Ammann, Oesch e Schmid (2011), Brown e Caylor (2006), Chung, Elder e Kim (2010), Gupta, Krishnamurti e Tourani-Rad (2013) e Klein, Shapiro e Young (2005)
I22	Pelo menos um membro do comitê de auditoria possui expertise em contabilidade ou finanças?	Balasubramanian, Black e Khanna (2010), Black, Jang e Kim (2006) e Khanchel (2007)

<b>Item</b>	<b>Descrição</b>	<b>Estudo</b>
I23	A empresa possui comitê de nomeação?	Al-Malkawi, Pillai e Bhatti (2014)
I24	A empresa possui comitê de remuneração?	Al-Malkawi, Pillai e Bhatti (2014)
I25	A empresa possui comitê de gestão de riscos?	Al-Malkawi, Pillai e Bhatti (2014)
I26	O conselho de administração possui maioria de membros não executivos?	Al-Malkawi, Pillai e Bhatti (2014)
I27	O conselho de administração possui entre 5 e 11 membros?	Al-Malkawi, Pillai e Bhatti (2014)
I28	As qualificações dos conselheiros são divulgadas?	Al-Malkawi, Pillai e Bhatti (2014)
I29	O conselho possui pelo menos 1/3 de membros independentes (efetivos)?	Al-Malkawi, Pillai e Bhatti (2014)
I30	As participações acionárias dos conselheiros são divulgadas?	Al-Malkawi, Pillai e Bhatti (2014)
I31	Os conselheiros possuem não mais que 10 cargos em conselhos de outras empresas?	Al-Malkawi, Pillai e Bhatti (2014)

Fonte: Elaborado pelo autor (2018).

Dentre as diferentes atribuições do conselho de administração, como mecanismo de proteção dos interesses dos investidores (principal) frente à atuação dos gestores (agentes), está o planejamento de sucessão do CEO da empresa. Esta função pode ser exercida diretamente pelo conselho de administração ou de forma intermediária por algum comitê de assessoramento do conselho. Normalmente, esta função pode ser exercida pelos comitês de “gestão de pessoas”, “de nomeação”, entre outros, que tratem de assuntos relacionados à contratação e nomeação de agentes para o exercício da administração da empresa.

Por meio desta questão, busca-se verificar se a definição do CEO é devidamente planejada. Há casos em que não é realizado um planejamento da referida sucessão e o CEO da companhia somente é submetido a uma eleição, sem que haja um prévio estudo para a efetiva ocupação do cargo. No formulário de referência esta informação é apresentada no subitem “atribuições de cada órgão e comitê, identificando se possuem regimento interno próprio” do item 12.1 “Descrição da estrutura administrativa”. Dentre as diferentes atribuições que podem ser encontradas nos referidos formulários destacam-se “eleger e destituir os diretores da Companhia [...]”, “implementar o plano de sucessão para toda a diretoria executiva, inclusive para a



função de diretor presidente da companhia”, “cuidar do plano de sucessão do diretor presidente”, bem como variações que expressem atribuições correlatas.

Para a questão “o CEO e o presidente do conselho de administração são pessoas diferentes?”, foi necessária uma avaliação alternativa, quando CEO e Vice Presidente do Conselho de Administração era a mesma pessoa. A codificação de resposta foi realizada considerando que o CEO e o Presidente do Conselho era a mesma pessoa. Isto porque, existe a possibilidade de ocorrência de dualidade de funções em casos que o Vice Presidente do Conselho assuma a Presidência do Conselho interinamente. Neste caso, ainda que provisoriamente, as funções de diretoria e de Presidência do Conselho passam a ser desempenhadas cumulativamente pela mesma pessoa (dualidade de CEO).

A Teoria da Agência, a partir das concepções de Fama (1980), indica o Conselho de Administração como órgão responsável por representar o principal na estrutura de Governança da organização. Os membros eleitos para composição deste conselho podem ser pessoas indicadas (agentes/terceiros) pelo principal, mas também podem ser os próprios acionistas. Normalmente, isso ocorre em casos em que o acionista detenha as competências necessárias ou possua aptidão para participação nas deliberações da companhia.

A questão “As participações acionárias dos conselheiros são divulgadas?” busca identificar a evidenciação da presença de acionistas no Conselho de Administração. Tal participação denota, dentre outras questões tratadas pela Teoria da Agência, um maior alinhamento de interesses entre principal e agente. Isto porque, o representante no conselho, possui, ainda que hipoteticamente, menos distanciamento de interesses do que se essa representação fosse exercida por um terceiro.

Outro aspecto diz respeito à assimetria informacional. Pessoas que têm acesso à empresa conhecem razoavelmente as pessoas que compõem o Conselho de Administração. Sabem também se são acionistas, ou não. No entanto, pessoas mais distantes da empresa não conseguem saber este tipo de informação por outros meios que não por relatórios públicos fornecidos pelas empresas. Neste sentido, pode-se perceber uma maior transparência em casos em que os conselheiros que são acionistas são apresentados nos relatórios, tanto na composição do conselho, como na composição acionária. Outra forma de estruturação destas composições pode ser menos transparente. É o caso de acionistas conselheiros que detêm participação indireta por meio de empresas de participação. Os acionistas ficam ocultos e não figuram no quadro

societário, o que impede a verificação se os conselheiros possuem (ou não) ações.

Para esta verificação foram consultados os itens 12.5/6 e 12.6/8 do Formulário de Referência e confrontados com os dados fornecidos no item 15.1 / 15.2 do referido formulário. Para os casos em que foi constatado que o(s) conselheiro(s) da empresa possuía(m) ações e que não houve a apresentação da participação acionária do(s) mesmo(s) foi atribuído 0 (não). Para os demais casos houve a atribuição de 1 (sim), o que indica que a empresa possui ações detidas por acionistas e que estes são evidenciados.

Para determinação da efetividade do Conselho de Administração, como representante do principal frente ao agente, como forma a mitigar conflitos, a questão “O desempenho do conselho de administração é avaliado periodicamente?”, busca capturar se os conselheiros são avaliados formalmente e periodicamente no exercício de suas funções. Estas avaliações podem ser realizadas de diferentes maneiras. Consideram-se neste estudo, como avaliações capazes de prover uma efetiva aferição da atuação dos conselheiros, aquelas realizadas de maneira formal, mediante a verificação de indicadores, por assessorias e/ou consultorias externas (independentes) especializadas ou comitês específicos. No Quadro 16 são apresentadas as questões que compõem a dimensão “Gestão”.

Quadro 16 – *Checklist* da dimensão “Gestão”

<b>Item</b>	<b>Descrição</b>	<b>Estudo</b>
I32	Os executivos estão sujeitos a diretrizes para compra de ações?	Beiner <i>et al.</i> (2006)
I33	Existe algum mecanismo adicional de prevenção do uso de insider information por gestores?	Connelly, Limpaphayom e Nagarajan (2012)
I34	A empresa possui plano de remuneração e incentivo para gestores?	Connelly, Limpaphayom e Nagarajan (2012)
I35	A empresa possui estrutura formal de controles internos e/ou de gerenciamento de riscos estabelecida?	Farag, Mallin e Ow-Yong (2014)
I36	Os CI e o GRC são voluntários?	Farag, Mallin e Ow-Yong (2014)
I37	A alta administração é incentivada a trabalhar em busca da maximização de valor para a firma?	Klapper e Love (2004)
I38	A empresa possui uma declaração de missão que coloca explicitamente a prioridade em boa GC?	Klapper e Love (2004)

Item	Descrição	Estudo
I39	A alta administração possui uma clara definição dos principais negócios da empresa?	Klapper e Love (2004)
I40	O relatório anual da empresa inclui uma seção dedicada ao desempenho da empresa na implementação de princípios de GC?	Klapper e Love (2004)
I41	A empresa investiu acima de seus níveis de fluxo de caixa? (Sim = 0; Não = 1)	Klapper e Love (2004)
I42	A empresa evidencia o código de ética dos executivos sêniores?	Ammann, Oesch e Schmid (2011)

Fonte: Elaborado pelo autor (2018).

De acordo com Bettis, Coles e Lemmon (2000), gestores têm incentivos e desincentivos para negociações sob o uso de informações privilegiadas (*insider information*). Este tipo de negociação é proibido em diferentes países. Isto porque, pode propiciar grandes oportunidades de ganhos para gestores, simplesmente pelo uso de informações que serão divulgadas ao mercado somente em períodos futuros. Além da proteção legal, há uma lógica econômica, que diz respeito à existência e à forma com que as políticas da empresa limitam o abuso de informação privilegiada (*insider trading*).

Os mecanismos de prevenção quanto ao uso de *insider information* por gestores visam mitigar o risco de envolvimento de pessoas relacionadas à administração em transações e negociações de valores mobiliários com a obtenção de vantagens por meio de informações confidenciais. Estas informações podem fornecer orientações para que executivos comprem ou vendam ações com ganhos prováveis, decorrentes de terem informações que o mercado ainda não possui.

A CVM estabelece por meio da Instrução CVM nº 358/02 o período de vedação de negociações que compreende 15 (quinze) dias antes da divulgação de Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP) e Informações Trimestrais (ITR). No entanto, é possível que empresas concedam prazos de vedação ainda maiores. Estes prazos podem chegar a 30 (trinta) dias, 45 (quarenta e cinco) dias, ou mais. Nestes casos, observa-se uma maior proteção à existência de uso de *insider information*. Deste modo, no presente estudo a classificação deste mecanismo busca capturar se a empresa cumpre apenas ao requisito contratual mínimo de 15 (quinze) dias, em consonância com a Instrução CVM nº 358/02, ou oferece prazos superiores de vedação.

Estes períodos de vedação são conhecidos na literatura como *Blackout Periods* ou períodos de abstenção de negociação. Segundo Bettis, Coles e Lemmon (2000), estes são períodos em que a própria empresa estabelece a proibição de negociação por parte de seus gestores e demais detentores de informações internas (*insiders*).

A questão “A empresa possui estrutura formal de controles internos e/ou de gerenciamento de riscos estabelecida?” avalia a adoção de modelos formais de controles internos e/ou de gerenciamento de riscos. Nesta questão é verificado se a empresa adota algum dos modelos do *Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission* (COSO), seja na versão básica de controles internos (COSO) ou de gerenciamento de riscos corporativos (COSO ERM), *Criteria of Control* (CoCo), *Framework, Control Objectives for Information and Related Technologies* (COBIT®) e/ou *Information Technology Infrastructure Library* (ITIL®).

Para o mecanismo de alinhamento de interesses entre agente e principal, que estimula a alta administração a trabalhar na busca da maximização de valor da firma, deve-se observar separadamente o oferecimento de remuneração variável e a existência de um plano de remuneração variável. Enquanto o primeiro se refere meramente ao oferecimento de um benefício como incentivo à busca de melhores resultados para a empresa, o segundo estabelece regras para o fornecimento do incentivo. Deste modo, o *checklist* dos fatores de “Gestão” contempla duas questões que se complementam: “a alta administração é incentivada a trabalhar em busca da maximização de valor para a firma?” e “a empresa possui plano de remuneração e incentivo para gestores?”. Com base nesta verificação é possível diferenciar empresas que simplesmente oferecem benefícios variáveis a seus administradores e empresas que, além de oferecerem vantagens adicionais, estabelecem regras para o alcance destes benefícios.

Esta prática, além de alinhar os interesses dos administradores aos dos acionistas, também permite a retenção de executivos. Estes passam a integrar o rol de acionistas da companhia, o que tende a reduzir o conflito de agência. Dentre as práticas de retenção de executivos e alinhamento de interesses existentes no mercado destacam-se os Programas de Incentivos de Longo Prazo (ILP), Planos de Opções de Ações (ESOP), Ações Virtuais (Phantom Stocks), entre outros.

No Quadro 17 são apresentados os fatores que integram a dimensão “Evidenciação e *accountability*”.

Quadro 17 – Checklist da dimensão “Evidenciação e *accountability*”

<b>Item</b>	<b>Descrição</b>	<b>Estudo</b>
I43	A empresa possui <i>website</i> ?	Al-Malkawi, Pillai e Bhatti (2014)
I44	Os relatórios anuais da empresa estão disponíveis?	Al-Malkawi, Pillai e Bhatti (2014)
I45	A empresa reporta as normas contábeis adotadas?	Al-Malkawi, Pillai e Bhatti (2014)
I46	A empresa disponibiliza informações sobre gerenciamento de riscos?	Al-Malkawi, Pillai e Bhatti (2014)
I47	Os relatórios publicados pela companhia evidenciam transações com partes relacionadas?	Al-Malkawi, Pillai e Bhatti (2014)
I48	A empresa fornece detalhes sobre responsabilidade social corporativa?	Al-Malkawi, Pillai e Bhatti (2014)
I49	O site de Relações com Investidores (RI) da empresa possui seção que contemple informações de GC?	Al-Malkawi, Pillai e Bhatti (2014)
I50	A empresa fornece detalhes sobre avaliação de crédito?	Al-Malkawi, Pillai e Bhatti (2014)
I51	O Estatuto Social da companhia é divulgado no <i>website</i> da empresa ou da bolsa de valores?	Al-Malkawi, Pillai e Bhatti (2014)
I52	A empresa informa sobre as assembleias de acionistas próximas e concluídas?	Al-Malkawi, Pillai e Bhatti (2014)
I53	A proporção entre acionistas nacionais e estrangeiros é divulgada no <i>website</i> da empresa ou da bolsa de valores?	Al-Malkawi, Pillai e Bhatti (2014)
I54	A empresa possui uma seção de relação com investidores em seu <i>website</i> ?	Al-Malkawi, Pillai e Bhatti (2014)
I55	A empresa possui canal para apresentação de denúncias?	Al-Malkawi, Pillai e Bhatti (2014)
I56	As declarações de dividendos estão disponíveis aos acionistas?	Al-Malkawi, Pillai e Bhatti (2014)
I57	O valor de mercado da ação está disponível aos acionistas no <i>website</i> da empresa?	Al-Malkawi, Pillai e Bhatti (2014)
I58	A empresa divulga a existência de cláusulas restritivas ( <i>covenants</i> )?	Smith e Warner (1979) e Armstrong, Guay e Weber (2010)
I59	A empresa divulga os critérios que definem os parâmetros das cláusulas restritivas ( <i>covenants</i> )?	Smith e Warner (1979) e Bushman e Smith (2001)
I60	A empresa atende às cláusulas restritivas ( <i>covenants</i> ) definidas?	Smith e Warner (1979)

Fonte: Elaborado pelo autor (2018).

A avaliação efetuada na questão “A empresa reporta as normas contábeis adotadas?” leva em consideração se a empresa evidencia em notas explicativas a conformidade das demonstrações contábeis às normas IFRS aprovadas pela CVM e pelo CFC. Esta avaliação se baseia nos seguintes critérios: i) Declaração de conformidade; ii) Base de apresentação; iii) Moeda funcional e de apresentação; iv) Consolidação e investimentos; v) Estimativas e julgamentos contábeis críticos; e, vi) Principais políticas contábeis.

A divulgação de existência de cláusulas restritivas (*covenants*) nas notas explicativas preparadas pelas empresas leva em consideração a disponibilidade de informações relevantes aos usuários das informações contábeis. Na avaliação efetuada neste trabalho, verifica-se, em um primeiro momento, se há a divulgação da informação. Na sequência, verifica-se se são evidenciadas as condições e critérios estabelecidos como parâmetros das cláusulas restritivas (*covenants*). Isto porque, o usuário, de posse de tais parâmetros, pode avaliar a situação das restrições impostas nos contratos de dívida e compreender como a empresa faz para atendê-las. Adicionalmente, também é observado se a empresa cumpre integralmente, por si, e/ou por suas subsidiárias, as cláusulas restritivas dos contratos de dívidas (*covenants*). A classificação deste item se dá mediante a verificação se houve ou não atendimento às cláusulas, independentemente se o credor optou ou não por aplicar as respectivas medidas punitivas, tais como aceleração de cobranças (de longo para curto prazo), aplicação de ajuste de valor da obrigação, etc. Isso significa que, não é pelo fato de o credor não aplicar qualquer medida punitiva, que a empresa não tenha violado alguma restrição. Além disso, uma punição não aplicada em um ano pode resultar em posterior punição. Trata-se de um fato relevante ao conhecimento do usuário destas demonstrações contábeis.

A questão “O site de Relações com Investidores (RI) da empresa possui seção que contemple informações de GC?” visa capturar se a empresa apresenta elementos de GC. Os elementos verificados nesta questão são a Estrutura Acionária, o Conselho de Administração, a Diretoria, o Estatuto, os Códigos e Políticas e os Comitês de assessoramento ao Conselho de Administração. Tais elementos são relevantes para que os interessados pela empresa consigam conhecer aspectos que possam ser úteis em suas decisões.

No Quadro 18 são apresentados os itens que compreendem a dimensão “Auditoria”.

Quadro 18 – *Checklist* da dimensão “Auditoria”

<b>Item</b>	<b>Descrição</b>	<b>Estudo</b>
I61	A empresa possui auditores <i>Big-Four</i> ?	Al-Malkawi, Pillai e Bhatti (2014)
I62	O contrato dos auditores foi ratificado na última reunião anual?	Beiner <i>et al.</i> (2006)
I63	Os honorários de consultoria são menores que os honorários de auditoria quando prestados pela mesma firma?	Beiner <i>et al.</i> (2006)
I64	A empresa possui uma política formal para troca de auditores?	Beiner <i>et al.</i> (2006)

Fonte: Elaborado pelo autor (2018).

A troca obrigatória de auditores (rodízio obrigatório) é estabelecida pelo Art. 31 da Instrução CVM nº 308/99. Nesta concepção, os contratos firmados entre auditorias e empresas auditadas devem se encerrar no prazo de 5 (cinco) anos. Esta medida tem como propósito evitar o chamado efeito de familiaridade entre auditor e auditado. Consiste em uma prática de Governança que busca maior independência na relação auditor-auditado. Nos casos de empresas que possuem comitê de auditoria estatutário implantado e em funcionamento permanente, o Art. 31-A da referida Instrução prevê a troca a cada 10 (dez) anos.

Por se tratar de uma exigência normativa, que deve ser cumprida integralmente pelas empresas, a questão “A empresa possui uma política formal para troca de auditores?” objetiva verificar se a empresa possui alguma política interna para formalização desta troca de auditores. Isto implica em a empresa possuir regras próprias que propiciem soluções como a definição de um plano de sucessão para sua firma de auditoria. Em outras palavras, a empresa se prepara para receber os novos auditores com antecedência. Isto permite que a empresa possa realizar uma escolha planejada e de acordo com sua necessidade ou interesse. Nesta questão é atribuída uma classificação positiva quando a empresa possui práticas formais para substituição de seus auditores, além do padrão estabelecido pela norma (rodízio obrigatório).

Esta verificação é realizada por meio da análise de Comunicados ao Mercado, emitidos pelas companhias como Informações Relevantes, a fim de alertar sobre as trocas realizadas. Neste comunicado, as informações repassadas pelas companhias contemplam o motivo ou a justificativa para a substituição da firma de auditoria. Dentre os motivos apontados nestes Comunicados ao Mercado estão: as práticas e

diretrizes internas de GC adotadas pela Companhia; as políticas internas para evitar a ocorrência de conflitos de interesses, perda de independência e objetividade pela manutenção da firma de auditoria; alteração periódica e planejada de auditores independentes pela companhia; entre outros.

Por fim, no Quadro 19 são apresentadas as questões relativas à dimensão “*Stakeholders*”.

Quadro 19 – Checklist da dimensão “*Stakeholders*”

Item	Descrição	Estudo
I65	A empresa menciona explicitamente a segurança e o bem-estar de seus empregados?	Cheung <i>et al.</i> (2007) e Cheung <i>et al.</i> (2008)
I66	A empresa menciona explicitamente o papel das principais partes interessadas, tais como clientes ou a comunidade em geral (credores ou fornecedores)?	Cheung <i>et al.</i> (2007) e Cheung <i>et al.</i> (2008)
I67	A empresa evidencia formalmente, no padrão GRI ou IIRC, as questões ambientais e sociais em suas comunicações públicas?	Cheung <i>et al.</i> (2007) e Cheung <i>et al.</i> (2008)
I68	A empresa oferece um programa de opções de ações para funcionários (ESOP) ou outro plano de incentivo de longo prazo para empregados associados à criação de valor para os acionistas e para os funcionários?	Cheung <i>et al.</i> (2007) e Cheung <i>et al.</i> (2008)

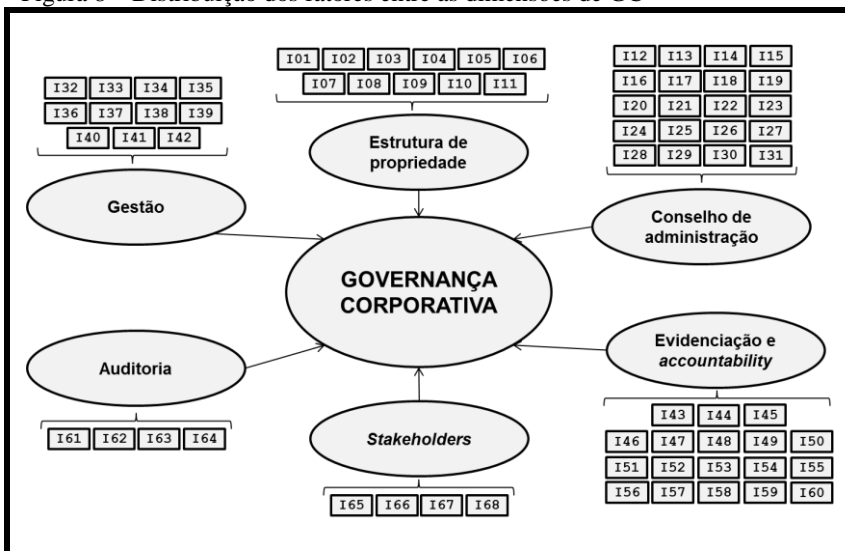
Fonte: Elaborado pelo autor (2018).

A questão “A empresa evidencia formalmente, no padrão GRI ou IIRC, as questões ambientais e sociais em suas comunicações públicas?” busca identificar se as informações de naturezas ambiental e social são padronizadas para publicação aos *stakeholders*. Considerando-se as especificidades que podem envolver as necessidades informacionais de diferentes *stakeholders*, bem como a variedade de informações que podem ser fornecidas pelas empresas, a adoção de padrões como os da *Global Reporting Initiative* (GRI) ou do *International Integrated Reporting Council* (IIRC) permitem o fornecimento de informações mais confiáveis. Isto porque, as empresas passam a seguir padrões de referência no reporte de informações ambientais e sociais, além de permitir uma maior comparabilidade entre relatórios de diferentes empresas.



Na Figura 8 é apresentada a representação gráfica da distribuição dos 68 fatores entre as seis dimensões teóricas encontradas na revisão da literatura (seção 2.2.2).

Figura 8 – Distribuição dos fatores entre as dimensões de GC



Fonte: Elaborado pelo Autor (2018).

Os itens que compõem o instrumento de pesquisa contemplam os fatores e dimensões de GC que representam os diferentes *nexus* de contratos que regem os relacionamentos na empresa. Com a aplicação da TRI buscou-se identificar a contribuição relativa de cada fator que compõe as dimensões, e assim, mensurar o nível de GC das empresas investigadas, de acordo com os contratos representados em suas estruturas de GC.

### 3.6 POPULAÇÃO E AMOSTRA

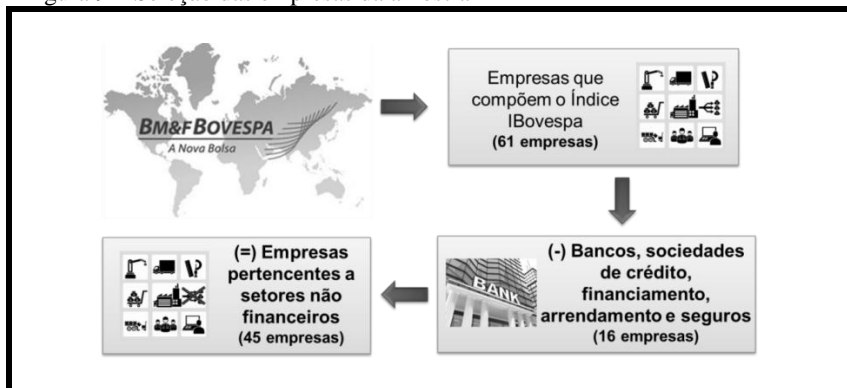
A população da pesquisa compreende empresas brasileiras de capital aberto. Esta população foi escolhida com base em ao menos quatro aspectos. Primeiro, pela acessibilidade dos dados. Segundo, para entender o funcionamento das estruturas de governança das empresas do mercado de capitais em que esta Tese foi desenvolvida. Terceiro, embora, a Tese esteja voltada às estruturas de governança de empresas brasileiras, não se restringe apenas a investidores brasileiros. É útil

inclusive, para investidores estrangeiros. Isto é relevante pelo grande volume de fundos estrangeiros que investem no mercado brasileiro. De acordo com informações da B3, em janeiro de 2017 as negociações com investidores estrangeiros corresponderam a aproximadamente 34% das compras de ações registradas na B3. Quarto, o conhecimento das estruturas de governança das empresas brasileiras, além de fornecer informações sobre as empresas aos investidores e apoiar o processo de tomada de decisão, também auxiliam no desenvolvimento da economia brasileira. Nos últimos anos as agências de classificação de risco têm alertado investidores sucessivamente com rebaixamentos em *ratings* de avaliação de risco. Neste sentido, um maior conhecimento sobre a governança das empresas brasileiras pode ajudar a reestabelecer a confiança do mercado e a fortalecer a economia brasileira.

A amostra foi composta por uma carteira representativa da média de negociações no mercado brasileiro, o IBovespa. De acordo com Barossi-Filho, Achcar e Souza (2010), o IBovespa é o mais importante indicador de desempenho médio do mercado de capitais brasileiro, com uma carteira de mercado amplamente utilizada. Ele reflete o índice de desempenho médio de um conjunto das ações mais negociadas na antiga BM&FBovespa, a qual passou a ser denominada B3 em março de 2017, em um determinado período de tempo. Dentre suas características, destaca-se seu uso como *benchmark* no mercado brasileiro (BAROSSIFILHO; ACHCAR; SOUZA, 2010).

Assim, a amostra inicial foi composta por 82 observações provenientes dos dados de 45 empresas pertencentes a setores não financeiros que compõem o índice IBovespa. A visualização das empresas selecionadas para a composição da amostra pode ser feita a partir da Figura 9.

Figura 9 – Seleção das empresas da amostra



Fonte: Elaborada pelo Autor (2018).

Conforme pode ser observado na Figura 9, das 61 empresas constantes do índice Ibovespa, 16 são bancos, sociedades de crédito, financiamento, arrendamento e seguros. Estas 16 empresas foram desconsideradas na amostra devido a existência de particularidades neste tipo de empresa, como volume de negociação, liquidez, estrutura patrimonial, legal, regulatória e administrativa. Segundo Khanchel (2007), o estudo de determinantes dos níveis de GC de empresas financeiras requer a realização de estudos separados. Assim, a estimação do nível de GC destas empresas deve ser efetuada com base em um modelo específico para o setor financeiro. Este procedimento de exclusão das empresas do setor financeiro também foi adotado por Khanchel (2007).

Isto se sustenta por especificidades em características das empresas do setor financeiro como alavancagem financeira, grau de intangibilidade, volume de negociações e índices de liquidez. Ademais, estas empresas estão sujeitas a um alto grau de exigências normativas provenientes dos Acordos de Basileia, normatizações específicas emitidas pelo Banco Central (BACEN), entre outros requisitos que tendem a influenciar tanto no nível de GC como em seus determinantes.

Das 45 empresas restantes, houve a necessidade de eliminação de quatro empresas que apresentaram ausência de entrega de relatórios à CVM e à B3 no período analisado. Com isto, a amostra final da pesquisa compreendeu 41 empresas não financeiras constantes do índice Ibovespa.

### 3.7 FORMAS DE COLETA DOS DADOS

Para a realização do estudo foram utilizados dados públicos, disponibilizados pelas empresas à Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Os dados foram obtidos por meio de relatórios financeiros e não financeiros, bem como outros documentos disponibilizados pelas empresas. Foram utilizados documentos como Estatutos Sociais, informações disponibilizadas nos *websites* das empresas, manuais e códigos de conduta ética, políticas, entre outros. Dentre os relatórios financeiros e não financeiros utilizados destacam-se as Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP's), Formulários de Referência (FR's) e Fatos Relevantes.

Assim, os documentos das empresas utilizados como fontes para coleta dos dados referentes aos anos de 2015 e 2016 são apresentados no Quadro 20.

Quadro 20 – Documentos para de coleta de dados

<b>Documento</b>	<b>Fonte</b>
Formulário de Referência de 2016 e 2015	<i>Website</i> da CVM
Balanço Patrimonial e Demonstração de Resultados	DFP's obtidas na base de dados Economatica®
Demonstração de Fluxo de Caixa	DFP's obtidas na base de dados Economatica®
Notas Explicativas de 2016 e 2015	DFP's publicadas no <i>Website</i> da CVM
Relatório Anual/Sustentabilidade de 2016 e 2015	<i>Website</i> da empresa
Código de Conduta Ética	<i>Website</i> da empresa
Política de Negociação de Valores Mobiliários	<i>Website</i> da empresa
Estatuto Social	<i>Website</i> da empresa ou da CVM
Comunicado ao Mercado – Substituição de Auditor	Fatos relevantes publicados no <i>Website</i> da CVM
Listagem de ADRs disponibilizada pela JP Morgan	Portal ADR – JP Morgan (JP MORGAN, 2017)
Website de Relações com Investidores	<i>Website</i> da empresa
Setor de atuação	Classificação setorial da B3 (BM&FBOVESPA, 2016)

Fonte: Dados da Pesquisa (2018).

Nos relatórios financeiros (DFP's) foi possível a captura de variáveis que representam os atributos contábeis e que compreendem os

determinantes contábeis do nível de GC. São atributos como a intangibilidade, o tamanho, a alavancagem financeira e oportunidades de investimento. Também foram coletadas nas DFP's as Demonstrações de Fluxo de Caixa para verificação do item relativo ao respeito aos limites de fluxo de caixa nos investimentos. Nos relatórios não financeiros (FR's, Fatos Relevantes e demais documentos e relatórios) foram extraídos os dados para mensuração do nível de GC e os atributos não contábeis. Os atributos não contábeis compreendem os fatores explicativos de natureza não contábil da variação dos níveis de GC. Na Figura 10 apresenta-se uma síntese dos dados utilizados no desenvolvimento do estudo.

Figura 10 – Fontes de coleta de dados



Fonte: Elaborada pelo Autor (2018).

A mensuração do nível de GC foi efetuada, conforme mencionado no construto da pesquisa, a partir de dados referentes à estrutura de GC. Os dados relativos à Estrutura de Propriedade, ao Conselho de Administração e à Gestão foram obtidos por meio dos Formulários de Referência publicados na CVM. Os demais dados foram obtidos por meio de Fatos Relevantes, informações ao mercado, publicações efetuadas pelas empresas em seus *websites*, como *ratings* de avaliação de crédito, cotações, relatórios anuais e notas explicativas (NE's) publicadas na CVM.

Uma visão detalhada das fontes de coleta dos dados para cada item do *checklist* da dimensão “Estrutura de Propriedade” é apresentada no Quadro 21.

Quadro 21 – Fontes de coleta de dados da dimensão “Estrutura de Propriedade”

Item	Questão	Fonte	Local
I01	A empresa possui pelo menos um investidor institucional externo com pelo menos 5% de participação?	FR	15.1 / 15.2
I02	A empresa oferece aos acionistas ordinários o direito a recompra de ações ou outros direitos relacionados a dividendos?	FR	19.1 a 19.3
I03	A empresa oferece direito equilibrado de votos (uma ação = um voto)?	FR	18.1
I04	O total das participações de <i>blockholders</i> é superior a 25%?	FR	15.1 / 15.2
I05	A participação de executivos e conselheiros é de pelo menos 1%, mas não mais de 30% do total de ações em circulação?	FR	13.9 e 15.1 / 15.2
I06	O percentual de ações ordinárias detidas pelos 5 maiores acionistas é superior a 10%?	FR	15.1 / 15.2
I07	As decisões de remuneração de conselheiros ou executivos são aprovadas anualmente pelos acionistas?	FR	13.1
I08	A empresa oferece alguma alternativa que facilite a realização de votações e participação em assembleias?	FR	12.2
I09	Existe algum mecanismo para permitir que os acionistas minoritários influenciem a composição do conselho de administração?	FR	12.3
I10	A empresa faz parte de um grupo econômico em que o controlador também controla os principais fornecedores, clientes e/ou empresas similares?	FR	7.3, 15.1 e 15.8
I11	Há algum caso de não conformidade envolvendo transações com partes relacionadas nos últimos 2 anos? (Sim = 0; Não = 1)	CVM	PSJ - Processos Sanccionados Julgados

Fonte: Elaborado pelo Autor (2018).

As fontes de coleta dos dados para a dimensão “Conselho de Administração” são apresentadas no Quadro 22.

Quadro 22 – Fontes de coleta de dados da dimensão “Conselho de Administração”

Item	Questão	Fonte	Local
I12	A remuneração dos conselheiros é divulgada?	FR	13.2
I13	São fornecidos detalhes sobre reuniões e frequência dos conselheiros?	FR	12.5/6 ou 12.6/8
I14	O CEO e o presidente do conselho de administração são pessoas diferentes?	FR	12.5/6 ou 12.6/8
I15	Os conselheiros são submetidos a eleições anuais pelos acionistas?	FR	12.3
I16	O desempenho do conselho de administração é avaliado periodicamente?	FR	12.13
I17	A empresa evidencia suas orientações e políticas de GC?	FR	12.12
I18	O conselho de administração ou algum comitê é responsável pelo planejamento de sucessão do CEO?	FR	12.1
I19	A empresa possui comitê de auditoria?	FR	12.1
I20	O comitê de auditoria é composto por pelo menos 3 membros?	FR	12.7/8
I21	O comitê de auditoria é composto integralmente por membros independentes?	FR	12.7/8
I22	Pelo menos um membro do comitê de auditoria possui expertise em contabilidade ou finanças?	FR	12.7/8
I23	A empresa possui comitê de nomeação?	FR	12.1
I24	A empresa possui comitê de remuneração?	FR	12.1
I25	A empresa possui comitê de gestão de riscos?	FR	12.1
I26	O conselho de administração possui maioria de membros não executivos?	FR	12.5/6 ou 12.6/8
I27	O conselho de administração possui entre 5 e 11 membros?	FR	12.5/6 ou 12.6/8
I28	As qualificações dos conselheiros são divulgadas?	FR	12.5/6 ou 12.6/8
I29	O conselho possui pelo menos 1/3 de membros independentes (efetivos)?	FR	12.5/6 ou 12.6/8
I30	As participações acionárias dos conselheiros são divulgadas?	FR	15.1 / 15.2
I31	Os conselheiros possuem não mais que 10 cargos em conselhos de outras empresas?	FR	12.5/6 ou 12.6/8

Fonte: Elaborado pelo Autor (2018).

O detalhamento das fontes de coleta dos dados para a dimensão “Gestão” é apresentado no Quadro 23.

Quadro 23 – Fontes de coleta de dados da dimensão “Gestão”

Item	Questão	Fonte	Local
I32	Os executivos estão sujeitos a diretrizes para compra de ações?	FR	13.4 e 20.1
I33	Existe algum mecanismo adicional de prevenção do uso de insider information por gestores?	FR	20.1
I34	A empresa possui plano de remuneração e incentivo para gestores?	FR	13.1
I35	A empresa possui estrutura formal de controles internos e/ou de gerenciamento de riscos estabelecida?	FR	5.2 e 5.3
I36	Os CI e o GRC são voluntários?	FR	5.3 e 5.5
I37	A alta administração é incentivada a trabalhar em busca da maximização de valor para a firma?	FR	13.1
I38	A empresa possui uma declaração de missão que coloca explicitamente a prioridade em boa GC?	Web site	Sobre a empresa
I39	A alta administração possui uma clara definição dos principais negócios da empresa?	FR	7.2
I40	O relatório anual da empresa inclui uma seção dedicada ao desempenho da empresa na implementação de princípios de GC?	Web site	Relatório Anual
I41	A empresa investiu acima de seus níveis de fluxo de caixa? (Sim = 0; Não = 1)	DFP	DFC
I42	A empresa evidencia o código de ética dos executivos sêniores?	Web site	Código de Conduta Ética

Fonte: Elaborado pelo Autor (2018).

As fontes de coleta dos dados para a dimensão “Evidenciação e *accountability*” são apresentadas no Quadro 24.

Quadro 24 – Fontes de coleta de dados da dimensão “Evidenciação e *accountability*”

Item	Questão	Fonte	Local
I43	A empresa possui <i>website</i> ?	Website	
I44	Os relatórios anuais da empresa estão disponíveis?	Website	Relatórios Anuais
I45	A empresa reporta as normas contábeis adotadas?	DFP	NE - Base de Preparação ou elaboração e apresentação das demonstrações financeiras



Item	Questão	Fonte	Local
I46	A empresa disponibiliza informações sobre gerenciamento de riscos?	FR	5.2
I47	Os relatórios publicados pela companhia evidenciam transações com partes relacionadas?	FR e DFP	FR 16.2 NE - Partes Relacionadas
I48	A empresa fornece detalhes sobre responsabilidade social corporativa?	Website	Relatório Anual
I49	O site de Relações com Investidores (RI) da empresa possui seção que contemple informações de GC?	Website	Relações com Investidores
I50	A empresa fornece detalhes sobre avaliação de crédito?	Website	Relações com Investidores
I51	O Estatuto Social da companhia é divulgado no <i>website</i> da empresa ou da bolsa de valores?	Website	Estatuto Social
I52	A empresa informa sobre as assembleias de acionistas próximas e concluídas?	Website	Relações com Investidores
I53	A proporção entre acionistas nacionais e estrangeiros é divulgada no <i>website</i> da empresa ou da bolsa de valores?	Website	Relações com Investidores
I54	A empresa possui uma seção de relação com investidores em seu <i>website</i> ?	Website	Relações com Investidores
I55	A empresa possui canal para apresentação de denúncias?	FR	5.1
I56	As declarações de dividendos estão disponíveis aos acionistas?	Website	Relações com Investidores
I57	O valor de mercado da ação está disponível aos acionistas no <i>website</i> da empresa?	Website	Relações com Investidores
I58	A empresa divulga a existência de cláusulas restritivas ( <i>covenants</i> )?	DFP	NE - Cláusulas restritivas de contratos
I59	A empresa divulga os critérios que definem os parâmetros das cláusulas restritivas ( <i>covenants</i> )?	DFP	NE - Cláusulas restritivas de contratos
I60	A empresa atende às cláusulas restritivas ( <i>covenants</i> ) definidas?	DFP	NE - Cláusulas restritivas de contratos

Fonte: Elaborado pelo Autor (2018).

A indicação das fontes de coleta dos dados para a dimensão “Auditoria” é apresentada no Quadro 25.

Quadro 25 – Fontes de coleta de dados da dimensão “Auditoria”

Item	Questão	Fonte	Local
I61	A empresa possui auditores <i>Big-Four</i> ?	FR	2.1/2
I62	O contrato dos auditores foi ratificado na última reunião anual?	IR	Comunicado ao Mercado
I63	Os honorários de consultoria são menores que os honorários de auditoria quando prestados pela mesma firma?	FR	2.1/2
I64	A empresa possui uma política formal para troca de auditores?	IR	Comunicado ao Mercado

Fonte: Elaborado pelo Autor (2018).

As fontes de coleta dos dados para a dimensão “*Stakeholders*” estão no Quadro 26.

Quadro 26 – Fontes de coleta de dados da dimensão “*Stakeholders*”

Item	Questão	Fonte	Local
I65	A empresa menciona explicitamente a segurança e o bem-estar de seus empregados?	FR - RA - <i>Website</i>	FR - 14.3 Relatório Anual Código de Conduta Ética
I66	A empresa menciona explicitamente o papel das principais partes interessadas, tais como clientes ou a comunidade em geral (credores ou fornecedores)?	FR e RA	7.3 e 12.12 Relatório Anual
I67	A empresa evidencia formalmente, no padrão GRI ou IIRC, as questões ambientais e sociais em suas comunicações públicas?	FR e RA	7.8 Relatório Anual
I68	A empresa oferece um programa de opções de ações para funcionários (ESOP) ou outro plano de incentivo de longo prazo para empregados associados à criação de valor para os acionistas e para os funcionários?	FR	13.4

Fonte: Elaborado pelo Autor (2018).

Os dados para os determinantes do nível de GC foram coletados por meio das DFP’s na base de dados Economatica®, NE’s publicadas na CVM, e em listagem de ADRs no portal JP Morgan. Assim, intangibilidade, tamanho, oportunidades de investimentos e

alavancagem foram obtidos nas DFP's, e setor de atuação e tempo de listagem em dados cadastrais disponibilizados na CVM.

### 3.8 PROCEDIMENTOS DE ANÁLISE DE DADOS

A mensuração do Nível de GC foi realizada a partir da construção do instrumento de pesquisa, que compõe-se de um *checklist* de itens dicotomizados que envolvem fatores e dimensões de GC. Estes fatores e dimensões representam os *nexus* contratuais que compõem a empresa e sua estrutura de GC. Para este propósito foi realizada a estimação de parâmetros de discriminação e de traço latente (nível de GC) por meio da TRI. Foi também verificada a aplicabilidade dos itens do instrumento mediante análise dos resultados da estimação de parâmetros da TRI.

Após a verificação dos parâmetros, foi estimado um modelo para mensuração do traço latente (nível de GC), a partir de itens dicotomizados – Modelo Logístico de 2 parâmetros (ML2P). Por intermédio da TRI realizou-se a mensuração do nível de GC (traço latente) e a construção da escala de mensuração para o traço latente.

Conforme descrito no construto da pesquisa, esta mensuração do nível de GC (traço latente) gerou a variável dependente utilizada nas análises do estudo. Esta variável dependente e as demais variáveis independentes que representam os determinantes do nível de GC (atributos contáveis e não contáveis) foram submetidas a análises por meio de estatísticas descritivas e, posteriormente, à realização de análises multivariadas.

As análises multivariadas foram realizadas com a aplicação de um modelo de regressão linear múltipla. A partir deste modelo de regressão realizaram-se os testes das sete primeiras hipóteses formuladas e apresentadas neste capítulo. A oitava, e última hipótese, foi testada a partir do teste univariado que compara, por meio de coeficiente de correlação, em uma análise confirmatória, o ordenamento/posicionamento das empresas.

### 3.9 AVALIAÇÃO DOS NÍVEIS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (GC)

O modelo de avaliação dos níveis de GC foi desenvolvido com a aplicação da Teoria de Resposta ao Item. O desenvolvimento do modelo ocorreu em três fases, quais sejam: i) avaliação da capacidade de mensuração dos mecanismos (fatores) de GC estudados; ii) estimação dos coeficientes de discriminação e de dificuldade na aplicação dos

mecanismos de GC; e, iii) identificação do nível de GC de cada empresa estudada. Para estimação do modelo de avaliação foi utilizado o *Software Bilog-MG®* desenvolvido pela SSI - *Scientific Software International, Inc.*

### **3.9.1 Avaliação da capacidade de mensuração dos mecanismos (fatores de Governança)**

Nesta fase foi verificada a existência de mecanismos (fatores de GC) que não oferecem contribuição para a mensuração dos níveis de GC. Para os fins desta pesquisa, os mecanismos de GC (denominados como “fatores” de GC na base teórica do estudo) foram referidos como “itens” na avaliação empírica.

Deste modo, foram aferidas as capacidades de diferenciação e dificuldade dos mecanismos de GC avaliados. Isto porque, mecanismos de GC com baixo grau de discriminação não oferecem subsídios para diferenciar as empresas. *A priori*, mecanismos que são atendidos por uma quantidade muito expressiva de empresas (quase que integralmente adotados pelas empresas) não as tornam diferentes. Tampouco, mecanismos de GC que não sejam atendidos pelas empresas (praticamente nenhuma empresa os adotam) permitem diferenciá-las.

Inicialmente, por meio de uma análise baseada na Teoria Clássica dos Testes (TCT), foi realizado um teste de Correlação Bisserial. De acordo com Andrade, Tavares e Valle (2000), a Correlação Bisserial é estimada pelo coeficiente de correlação de Pearson entre o *score* (pontuação) de atendimento dos itens (mecanismos de GC) e o atendimento (ou não) dos próprios itens. Em outras palavras, a Correlação Bisserial oferece um diagnóstico preliminar dos itens (ANDRADE; TAVARES; VALLE, 2000). Por meio deste diagnóstico é possível identificar itens passíveis de eliminação. Assim, foram eliminados os itens (mecanismos) com coeficiente de Correlação Bisserial abaixo de -0,15. Itens com baixa Correlação Bisserial indicam que não há uma relação clara que justifique, a partir do *score*, uma maior (ou menor) probabilidade de atendimento a um determinado item (mecanismo). Foram eliminados nesta etapa os itens (mecanismos de GC) I02, I09, I11, I14, I30, I32, I33, I42, I57, I58, I59, I60, I61 e I63.

Além destes, foram excluídos também os itens I12, I26, I28, I43, I45, I46, I47, I51 e I54. Eles foram excluídos por serem itens (mecanismos) atendidos por todas as empresas do estudo. Também foi eliminado o item I53, não atendido por quaisquer das empresas pesquisadas. Considerando-se que os itens excluídos representam

mecanismos que são atendidos por todas as empresas (ou que nenhuma empresa atende), estes não proporcionam uma efetiva diferenciação de níveis de GC. Com a aplicação deste procedimento, os mecanismos avaliados na pesquisa totalizaram 44 itens, pertencentes às seis dimensões teóricas do estudo, quais sejam: i) Estrutura de Propriedade; ii) Conselho de Administração; iii) Gestão; iv) Evidenciação e *accountability*; v) Auditoria; e, vi) *Stakeholders*.

Todas as exclusões de itens foram realizadas para que fosse possível a convergência dos parâmetros de estimação do modelo de análise por meio da Teoria de Resposta ao Item. Além disto, com o intuito de avaliar a confiabilidade do conjunto de itens que compôs o *checklist* da pesquisa foi realizado um teste de validade interna. Foi utilizado o teste de confiabilidade de Alfa de Cronbach. Este teste mensura a confiabilidade do instrumento de pesquisa e avalia se não há questões enviesadas (MARTINS; THEÓFILO, 2009). De acordo com Hair Jr *et al.* (2009), o Alfa de Cronbach é um dos testes mais adotados para a finalidade de avaliar a confiabilidade de instrumentos de pesquisa. Os valores da estatística de Alfa de Cronbach variam entre 0 e 1. Valores mais próximos de 1 indicam uma maior confiabilidade, de modo que, valores acima de 0,7 indicam um nível de confiabilidade aceitável.

No que tange aos itens que não apresentaram convergência de parâmetros, não houve a necessidade de realização do teste de Alfa de Cronbach, uma vez que estes não integraram a estimação dos níveis de GC. Por serem itens que representam fatores relevantes de GC, conforme observado na literatura, estes foram discutidos de maneira descritiva ao longo das análises, pois tal discussão gera reflexões e *insights* acerca da aplicação dos mecanismos de controle e de vinculação nas estruturas de governança das empresas.

### **3.9.2 Estimação dos coeficientes de discriminação e de dificuldade**

A estimação dos coeficientes de discriminação e de dificuldade do modelo de mensuração foi realizada com o intermédio do *Software* Estatístico de Teoria de Resposta ao Item (TRI) BilogMG®.

A Teoria de Resposta ao Item (TRI) foi fundamental para o desenvolvimento da Tese. Por meio dela foi possível aferir valores de discriminação e de dificuldade para atendimento dos fatores de GC. Com isto, a avaliação dos níveis de GC realizada pôde contemplar os 68 fatores distribuídos nas seis dimensões teóricas estudadas. Esta técnica de análise permitiu, portanto, uma representação das estruturas globais

de governança das empresas avaliadas, segundo uma visão de *nexus* de contratos.

Nesta etapa foram estimados os coeficientes de discriminação definidos pelo parâmetro *Slope* (a). Segundo Andrade, Tavares e Valle (2000), este parâmetro indica a discriminação ou inclinação dos itens com valor proporcional à inclinação da Curva Característica do Item (CCI) no parâmetro *Threshold* (b). Assim, o parâmetro *Slope* (a) permite a verificação de itens que possuem maior ou menor capacidade de discriminação entre os indivíduos (empresas) avaliados. A verificação da capacidade de discriminação pode ser realizada por meio de coeficientes e gráficos de inclinação CCI. Itens com parâmetro *Slope* (a) próximos ou superiores a 0,5 oferecem uma capacidade considerável de discriminação entre indivíduos (empresas). O padrão esperado da CCI é próximo de um “S”. Portanto, itens com parâmetro *Slope* (a) muito baixos tendem a apresentar CCI próximos de uma reta, o que não consiste em uma boa capacidade de discriminação.

O parâmetro *Threshold* (b) indica a dificuldade de atendimento de um item. É também chamado de parâmetro de posição do item na mesma escala do traço latente medido (ANDRADE; TAVARES; VALLE, 2000). Dito de outra forma, quando colocados em um mesmo *continuum*, tanto a dificuldade de atendimento do fator de GC (item), como o nível de GC podem ser comparados. Após a estimação destes coeficientes e a verificação do ajuste do modelo de avaliação foi realizada a mensuração dos níveis de GC de cada empresa estudada.

### 3.9.3 Mensuração dos níveis de GC

A mensuração dos níveis de GC foi realizada por meio da Teoria de Resposta ao Item (TRI). Este procedimento permitiu estabelecer uma mensuração que leve em consideração as diferenças de discriminação e dificuldade dos fatores (itens) de GC. Consequentemente, esta mensuração é capaz de distinguir os níveis de GC entre empresas que possuem maior quantidade de atendimento aos fatores, de acordo com seus graus de discriminação e de dificuldade.

A mensuração é realizada por meio de uma escala que possibilita o posicionamento das empresas em um mesmo *continuum*. Isto proporciona, dentre outras informações, uma diferenciação entre empresas que atendem a fatores mais fáceis e mais difíceis de serem adotados. É um resultado quantitativo (numérico), expresso em uma escala com média igual a zero e desvio padrão igual a um. Varia entre valores negativos e positivos. Os valores negativos indicam empresas

com baixo nível de GC e valores positivos expressam níveis mais altos de GC.

Os resultados desta mensuração quantitativa (numérica) permite também a realização de testes estatísticos. Podem ser realizadas análises descritivas, como média, mediana, desvio padrão, quartis, entre outras. Permite também a aplicação de estatísticas inferenciais, como análises de regressão múltipla e testes de hipóteses. Portanto, as análises multivariadas realizadas nesta pesquisa são realizadas tendo como variável dependente o nível de GC representado pela variável  $\theta_1$ .

Ademais, para enquadramento das empresas em categorias, segundo seu nível de GC, foi adotado o procedimento de segregação, de acordo com os quartis da distribuição dos resultados da variável dependente  $\theta_1$ . O critério adotado de segregação em categorias é apresentado no Quadro 27.

Quadro 27 – Critério para definição das categorias de níveis de GC

<b>Categoria</b>	<b>Quartil</b>	<b>Faixa</b>
Nível A	Quarto	76% a 100%
Nível B	Terceiro	51% a 75%
Nível C	Segundo	26% a 50%
Nível D	Primeiro	0% a 25%

Fonte: Elaborado pelo Autor (2018).

De acordo com os resultados da pesquisa, é possível estabelecer uma classificação (Nível A – Nível B – Nível C – Nível D) por meio deste critério. As empresas com níveis mais elevados de GC são classificadas no Nível A, seguidas pelas empresas classificadas nos níveis B e C, até as empresas com menor nível de GC, classificadas no nível D. Esta classificação permite uma comparação entre o nível aferido para cada empresa e seu correspondente NDGC da B3.

### 3.10 ANÁLISE DE DETERMINANTES

Para desenvolvimento do modelo de análise multivariada foram realizados procedimentos de verificação da base de dados, análise exploratória de dados e teste dos pressupostos do modelo de regressão. Adicionalmente, foi realizada a transformação de variáveis. Optou-se no estudo pela não exclusão de observações atípicas/outliers para obtenção de informações sobre os diferentes tipos de empresas que compõem a amostra. Os *softwares* estatísticos utilizados foram o IBM® SPSS v. 19 e Gretl.

### 3.10.1 Análise exploratória de dados

A análise exploratória de dados compreendeu a realização de testes estatísticos, por meio das estatísticas descritivas de média, desvio padrão, máximo e mínimo. Foi também realizada a análise de frequência para as variáveis *dummy*. Foram avaliadas as distribuições das variáveis numéricas por meio de histogramas e checadas as relações gráficas entre variáveis. O procedimento adotado com as variáveis numéricas com problemas de distribuição foi a linearização por meio de transformação logarítmica. Estas variáveis transformadas substituíram suas formas originais nos testes formais posteriores de normalidade. Após estes procedimentos foram realizadas as análises referentes aos pressupostos do modelo de regressão linear múltipla.

### 3.10.2 Análise de pressupostos do modelo de regressão

A primeira análise realizada foi o teste de normalidade dos resíduos de Kolmogorov-Smirnov. Para Cunha e Coelho (2011), o conjunto dos resíduos gerados no intervalo de observações deve seguir uma distribuição normal. Isto indica que os casos observados se distribuem de forma normal para toda a população. Neste teste foi constatado que os resíduos de todas as variáveis quantitativas (numéricas) analisadas apresentaram distribuição normal.

Outro problema investigado foi a multicolinearidade. Segundo Fávero (2015), este problema ocorre em casos em que se tenham correlações muito elevadas entre variáveis independentes. Hair Jr. *et al.* (2009) consideram que a multicolinearidade problemática é diagnosticada a partir do Fator de Inflação de Variância (VIF) acima de 10. Os resultados do teste de multicolinearidade indicaram que nenhuma variável do modelo de regressão linear múltipla apresentou Fator de Inflação de Variância (VIF) superior a 10. Isto pôde ser constatado também pela geração do correlograma das variáveis independentes em que não foram observadas correlações elevadas entre estas variáveis.

Além disto, no modelo de regressão linear múltipla, as distribuições devem ser homocedásticas. De acordo com Cunha e Coelho (2011), os resíduos observados precisam ter variância constante ou homogênea. Fávero (2015) menciona que a distribuição de probabilidade de cada termo aleatório no modelo deve apresentar a mesma variância. A avaliação de heterocedasticidade foi realizada por meio do teste de homocedasticidade, que leva em consideração a



regressão entre o quadrado dos valores previstos padronizados e o quadrado dos valores dos resíduos padronizados. Neste teste foi diagnosticado o problema de heterocedasticidade. Este problema foi corrigido por meio de uma estimação por mínimos quadrados com erros padrão robustos (HAC). Nesta estimação foi identificada uma melhoria nos erros padrão apresentados para os coeficientes do modelo.

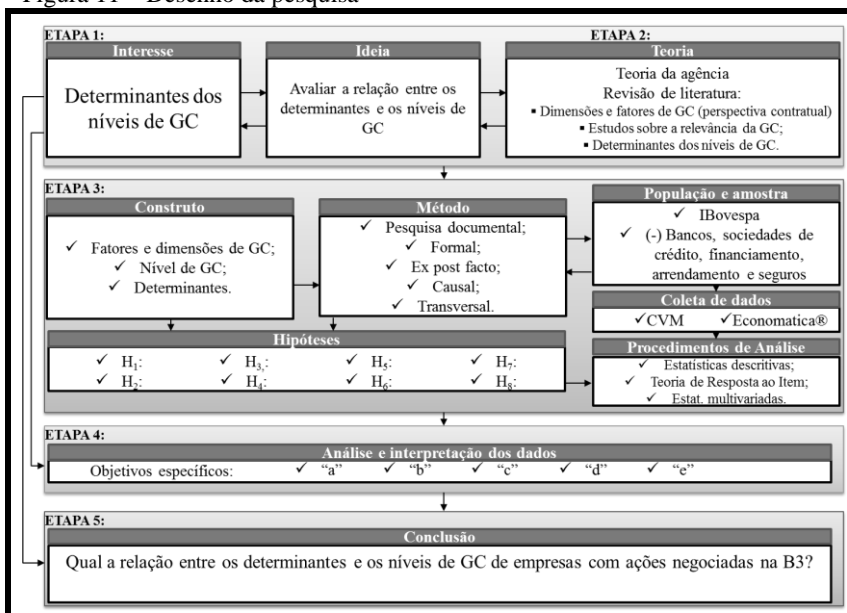
De acordo com os testes realizados, constatou-se o atendimento aos pressupostos do modelo de regressão, que resultou em um modelo de regressão linear múltipla que utiliza o estimador de mínimos quadrados ordinários com erros padrão robustos (HAC). Não houve problemas de normalidade, tampouco coeficientes elevados de Fator de Inflação de Variância (VIF) que indiquem a presença de multicolinearidade problemática.

Para uma maior compreensão dos procedimentos ora informados, na próxima seção é apresentado o desenho da pesquisa que contempla, dentre outras questões, a etapa 3, relativa à parte empírica do estudo.

### 3.11 DESENHO DA PESQUISA

A pesquisa pode ser sintetizada em cinco etapas, conforme apresentado na Figura 11. Estas etapas abrangem questões desde a concepção inicial da pesquisa, a partir do interesse, e avança até a resposta à questão de pesquisa que culmina com a conclusão do estudo.

Figura 11 – Desenho da pesquisa



Fonte: Elaborada pelo Autor (2018).

A etapa 1 compreende a parte em que é concebida a proposta de Tese. Envolve o interesse da pesquisa, que é o de avaliar os determinantes dos níveis de GC. Para isto, selecionou-se um conjunto de atributos que expressem os determinantes do nível de GC.

A estimação do nível de GC e a avaliação dos determinantes do nível de GC foram fundamentadas, conforme descrito na etapa 2, pela visão de *nexus* contratuais da Teoria da Agência. A GC é representada por estes *nexus* de contratos formados pelas relações que regem e compõem a organização, com o intuito de mitigar os efeitos nocivos decorrentes da separação entre propriedade e controle. A base teórica dá sustentação ao desenvolvimento da ideia e ao alcance do propósito estabelecido como interesse de pesquisa, o que permite responder à questão de pesquisa e levar à conclusão do estudo.

A etapa 3 constitui os elementos metodológicos da pesquisa, por meio do método, do construto e das hipóteses para confirmação das relações com os determinantes. Além desses elementos, compreende a população e a amostra utilizada na pesquisa, os procedimentos para coleta de dados e os procedimentos para análise.

Nas etapas 4 e 5 realizaram-se as análises para o estudo dos determinantes dos níveis de GC e a conclusão sobre a relação entre os determinantes e os níveis de GC.

### 3.12 LIMITAÇÕES DA PESQUISA

Este estudo consiste em uma pesquisa teórico-empírica que depende amplamente do suporte teórico dos trabalhos pesquisados. A este respeito, Habib e Bhuiyan (2011) explicam que, assim como qualquer outra pesquisa contábil empírica, existe a possibilidade de outras variáveis correlacionadas também explicarem o comportamento do objeto de estudo, mas não terem sido consideradas na pesquisa. De qualquer forma, as variáveis independentes e de controle consideradas são fatores amplamente estudados na literatura contábil e validados pelos estudos anteriores. Por este motivo, recomenda-se que os resultados desta pesquisa sejam observados com cautela, devido a possibilidade um eventual viés de omissão de variáveis independentes e/ou de controle.

Outra questão a se considerar é que esta Tese realiza um estudo de companhias abertas com amplo volume de negociação de ações (índice IBovespa). Conforme Barossi-Filho, Achcar e Souza (2010), o IBovespa é o mais importante indicador médio de desempenho do mercado de capitais brasileiro. Contudo, é preciso que os resultados encontrados sejam considerados com prudência ao se tratar de outras empresas. Além disto, não se indica sua extensão a empresas do setor financeiro, pois assim como relatado por Khanchel (2007), estas empresas precisam de determinantes de níveis de GC específicos para o setor financeiro.

Por fim, o período de tempo analisado compreendeu os anos de 2015 e 2016. Com isto, é possível observar tendências de evolução ou involução dos níveis de GC de um ano para o outro. Entretanto, é preciso que esta informação seja tratada com cautela ao realizar inferências voltadas a períodos posteriores ou anteriores a 2015 e 2016.



## 4 ANÁLISE DE DADOS E RESULTADOS

A análise de dados e resultados apresentada neste capítulo se compõe pela avaliação dos mecanismos de GC, mensuração dos níveis de GC, determinantes dos níveis de GC, reestimação e ordenação/posicionamento dos níveis de GC, discussão teórico empírica e fechamento do capítulo. Cada um dos tópicos que compreendem este capítulo está estruturado, especificamente, para o atendimento aos objetivos (geral e específicos) do estudo, bem como à resposta da questão de pesquisa. Cada um dos tópicos apresentados faz menção ao objetivo a que se refere.

### 4.1 AVALIAÇÃO DOS MECANISMOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

A avaliação dos mecanismos de GC é realizada no estudo em quatro partes que se integram, sequencialmente, até a obtenção da escala de mensuração dos fatores (itens) de GC. Inicialmente, a avaliação preliminar permite o conhecimento de características gerais dos fatores de GC que compõem as estruturas de governança das empresas estudadas.

Adicionalmente, o estudo da capacidade de discriminação dos mecanismos expressos pelos fatores de GC permite conhecer aqueles itens que possuem características capazes de diferenciar as empresas avaliadas. Aliada ao estudo da capacidade de discriminação dos mecanismos está a avaliação da dificuldade de atendimento de cada um dos fatores que compõem as estruturas de GC. A combinação destes resultados permite conhecer quais fatores possibilitam diferenciar as empresas de maneira mais efetiva, além de possibilitar a atribuição de uma mensuração não arbitrária, que leve em consideração a dificuldade ou facilidade de atendimento de cada fator.

Por fim, a escala de mensuração apresentada possibilita, além de diferenciar os fatores, também visualizar em qual nível do *continuum* de classificação estes estão enquadrados. Em outras palavras, permite conhecer os fatores com maior probabilidade de atendimento em decorrência dos níveis em que as empresas se enquadram. Com base na integração destes resultados, nos tópicos posteriores são estudados os níveis de GC das empresas, bem como os determinantes destes níveis.

#### 4.1.1 Análise preliminar

Neste tópico são discutidos os resultados da pesquisa, de acordo com uma avaliação preliminar realizada com base na Teoria Clássica dos Testes (TCT). Os resultados aqui apresentados retratam a quantidade de empresas que atenderam aos itens (mecanismos de GC) estudados. Esta avaliação preliminar corresponde ao objetivo específico “a” de “identificar um conjunto de dimensões para mensuração dos níveis de GC das empresas com ações negociadas na B3”.

Inicialmente, são discutidos os itens que não se ajustaram adequadamente ao modelo de análise por meio da Teoria da Resposta ao Item (TRI). Conforme mencionado no tópico 3.9.1, alguns itens (mecanismos) foram excluídos por não se ajustarem adequadamente ao modelo de análise. Itens que foram integralmente atendidos pelas empresas foram descartados. Itens não atendidos por quaisquer empresas também foram eliminados. Ademais, itens atendidos por poucas empresas ou atendidos por muitas empresas também precisaram ser descartados. A permanência destes itens prejudica a convergência dos parâmetros do modelo de análise, o que resulta na impossibilidade de calibração. Em outras palavras, estes itens não permitem uma efetiva diferenciação entre as empresas. Portanto, foram excluídos, para que fosse possível a calibração dos itens. Os resultados encontrados na análise clássica dos itens para a dimensão “Estrutura de Propriedade” são apresentados na Tabela 1.

Tabela 1 – Resultados da análise clássica dos itens da dimensão “Estrutura de Propriedade”

Item	Descrição	2016		2015		Geral	
		Qt.	%	Qt.	%	Qt.	%
I01	A empresa possui pelo menos um investidor institucional externo com pelo menos 5% de participação?	25	61,0%	26	63,4%	51	62,2%
I02*	A empresa oferece aos acionistas ordinários o direito a recompra de ações ou outros direitos relacionados a dividendos?	13	31,7%	13	31,7%	26	31,7%
I03	A empresa oferece direito equilibrado de votos (uma ação = um voto)?	28	68,3%	27	65,9%	55	67,1%

Item	Descrição	2016		2015		Geral	
		Qt.	%	Qt.	%	Qt.	%
I04	O total das participações de <i>blockholders</i> é superior a 25%?	16	39,0%	18	43,9%	34	41,5%
I05	A participação de executivos e conselheiros é de pelo menos 1%, mas não mais de 30% do total de ações em circulação?	11	26,8%	10	24,4%	21	25,6%
I06	O percentual de ações ordinárias detidas pelos 5 maiores acionistas é superior a 10%?	30	73,2%	30	73,2%	60	73,2%
I07	As decisões de remuneração de conselheiros ou executivos são aprovadas anualmente pelos acionistas?	15	36,6%	15	36,6%	30	36,6%
I08	A empresa oferece alguma alternativa que facilite a realização de votações e participação em assembleias?	24	58,5%	2	4,9%	26	31,7%
I09*	Existe algum mecanismo para permitir que os acionistas minoritários influenciem a composição do conselho de administração?	7	17,1%	7	17,1%	14	17,1%
I10	A empresa faz parte de um grupo econômico em que o controlador também controla os principais fornecedores, clientes e/ou empresas similares?	28	68,3%	28	68,3%	56	68,3%
I11*	Há algum caso de não conformidade envolvendo transações com partes relacionadas nos últimos 2 anos? (Sim= 0; Não = 1)	38	92,7%	38	92,7%	76	92,7%

Nota: \* = Item não calibrado pela TRI.

Fonte: Dados da pesquisa (2018).

Para três itens da dimensão “Estrutura de Propriedade” não houve convergência dos parâmetros de mensuração. Os itens I02 e I09 não apresentaram resultados que permitissem a calibração de seus parâmetros em decorrência da baixa quantidade de atendimento pelas empresas.

O primeiro item diz respeito à concessão de direitos adicionais aos acionistas ordinários. Em cada ano estudado somente 13 empresas concederam estes direitos aos detentores de ações ordinárias. Trata-se de um item que depende, não apenas de uma política que permita aos acionistas ordinários o direito a recompra de suas ações, mas também outros direitos relacionados a dividendos. Com base nos resultados encontrados, observou-se que algumas empresas que, mesmo que historicamente tivessem uma política definida para recompra de ações, não haviam concedido este direito durante o período analisado. Foram observadas outras concessões do direito de recompra, mas em anos anteriores ao período analisado. Isto denota que, apesar de haver uma política que estabeleça a concessão de direitos adicionais aos acionistas ordinários, estes direitos não são oferecidos a qualquer tempo. Isto faz com que investidores que tenham adquirido ações recentemente não possam fluir plenamente destes benefícios.

O segundo item se refere à existência de algum dispositivo que permita que os acionistas minoritários influenciem a composição do conselho de administração. O que se pôde observar no levantamento foi que, normalmente, o Conselho de Administração era composto por integrantes eleitos pelos acionistas majoritários. Com poucas exceções, observaram-se empresas que destinavam de maneira formal uma parcela de vagas para conselheiros eleitos pelos minoritários. Isto porque, além dos parâmetros legais, algumas empresas especificavam que, caso os minoritários elessem ao menos um conselheiro, as outras vagas deveriam ser exclusivamente preenchidas por membros eleitos pelo controlador. Em outras palavras, ao invés de se constituir em uma ampliação dos direitos dos acionistas, representa uma restrição a este direito.

Se por um lado, a existência de itens atendidos por poucas empresas prejudicam a convergência do modelo, por outro lado, itens com grande número de atendimento também comprometem o ajuste dos dados. O item III foi um item que praticamente todas as empresas atenderam. Aproximadamente 93% das empresas não se envolveram em casos de não conformidade em transações com partes relacionadas. De acordo com os resultados dos Processos Sancionadores Julgados (PSJ) pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), foram encontrados problemas como: impedimento de voto em assembleia por motivo de conflito de interesses; participação em assembleia de empresa ligada ao controlador como acionista minoritário; uso por parte de uma determinada empresa de recursos compartilhados entre empresas de um mesmo grupo empresarial, de modo a comprometer as atividades das



demais empresas do grupo; e, exercício de influência indireta para prática de sobrepreço em negociações de valores mobiliários de outras empresas (terceiros).

Os demais itens desta dimensão não apresentaram problemas de convergência e seus resultados são discutidos oportunamente nos tópicos de capacidade de discriminação dos itens que representam os fatores (mecanismos de GC) e nível de dificuldade para serem atendidos pelas empresas. A ideia destes tópicos é avaliar o peso relativo de cada um dos fatores que compõem a estrutura de GC para mensuração dos níveis de GC.

Na dimensão “Conselho de Administração” cinco itens apresentaram problemas que comprometeram a convergência de parâmetros. Quatro itens representam mecanismos bastante atendidos pelas empresas e outro item era muito pouco atendido. Os resultados encontrados para a dimensão “Conselho de Administração” são apresentados na Tabela 2.

Tabela 2 – Resultados da análise clássica dos itens da dimensão “Conselho de Administração”

Item	Descrição	2016		2015		Geral	
		Qt.	%	Qt.	%	Qt.	%
I12*	A remuneração dos conselheiros é divulgada?	41	100,0%	41	100,0%	82	100,0%
I13	São fornecidos detalhes sobre reuniões e frequência dos conselheiros?	38	92,7%	1	2,4%	39	47,6%
I14*	O CEO e o presidente do conselho de administração são pessoas diferentes?	37	90,2%	36	87,8%	73	89,0%
I15	Os conselheiros são submetidos a eleições anuais pelos acionistas?	6	14,6%	6	14,6%	12	14,6%
I16	O desempenho do conselho de administração é avaliado periodicamente?	7	17,1%	6	14,6%	13	15,9%
I17	A empresa evidencia suas orientações e políticas de GC?	28	68,3%	18	43,9%	46	56,1%
I18	O cons.de administração ou algum comitê é responsável pelo planejamento de sucessão do CEO?	13	31,7%	11	26,8%	24	29,3%

Item	Descrição	2016		2015		Geral	
		Qt.	%	Qt.	%	Qt.	%
I19	A empresa possui comitê de auditoria?	26	63,4%	25	61,0%	51	62,2%
I20	O comitê de auditoria é composto por pelo menos 3 membros?	24	58,5%	22	53,7%	46	56,1%
I21	O comitê de auditoria é composto integralmente por membros independentes?	12	29,3%	12	29,3%	24	29,3%
I22	Pelo menos um membro do comitê de auditoria possui expertise em contabilidade ou finanças?	24	58,5%	24	58,5%	48	58,5%
I23	A empresa possui comitê de nomeação?	17	41,5%	17	41,5%	34	41,5%
I24	A empresa possui comitê de remuneração?	30	73,2%	29	70,7%	59	72,0%
I25	A empresa possui comitê de gestão de riscos?	20	48,8%	18	43,9%	38	46,3%
I26*	O conselho de administração possui maioria de membros não executivos?	41	100,0%	41	100,0%	82	100,0%
I27	O conselho de administração possui entre 5 e 11 membros?	37	90,2%	37	90,2%	74	90,2%
I28*	As qualificações dos conselheiros são divulgadas?	41	100,0%	41	100,0%	82	100,0%
I29	O conselho possui pelo menos 1/3 de membros independentes (efetivos)?	24	58,5%	19	46,3%	43	52,4%
I30*	As participações acionárias dos conselheiros são divulgadas?	15	36,6%	16	39,0%	31	37,8%
I31	Os conselheiros possuem não mais que 10 cargos em conselhos de outras empresas?	35	85,4%	36	87,8%	71	86,6%

Nota: \* = Item não calibrado pela TRI.

Fonte: Dados da pesquisa (2018).

A divulgação da remuneração dos conselheiros (item I12) foi realizada por todas as empresas. Por se tratar de uma informação

agrupada e resumida no item 13.2 do Formulário de Referência, que não destaca individualmente a remuneração de cada conselheiro, não foi observado nenhum caso de omissão. Ainda que não haja o detalhamento dos vencimentos de cada membro do Conselho de Administração, este tipo de informação, quando analisado conjuntamente com a quantidade de conselheiros, permite o acompanhamento e avaliação dos custos de agência para monitoramento dos gestores por parte dos acionistas e potenciais interessados pela empresa.

A maior parte das empresas estudadas respeita a segregação de funções entre CEO e Presidente do Conselho de Administração (item I14). Por se tratar de uma questão amplamente discutida no ambiente de negócios, normalmente, as empresas buscam estruturar suas Diretorias e Conselhos de Administração de modo a não permitir acúmulo dos cargos. Os resultados apontam que 89% das empresas possui um Diretor Presidente (CEO) diferente do Presidente do Conselho de Administração. A escolha de pessoas diferentes para a ocupação dos cargos de presidência do Conselho e de Diretor Presidente (CEO) permite uma melhor separação entre as funções de execução (CEO) e monitoramento (Presidente do Conselho de Administração). Observaram-se poucos casos em que o CEO era também Vice Presidente do Conselho de Administração. Estes casos requerem atenção pelas partes interessadas, pois quando o CEO também exerce a função de Vice Presidente do Conselho de Administração, existe a possibilidade de em algum momento haver o acúmulo das funções.

Outras duas questões atendidas por todas as empresas foram a composição do Conselho de Administração por maioria de membros não executivos (item I26) e a divulgação da qualificação de seus conselheiros (item I28). Estas informações são fornecidas no Formulário de Referência e permitem que os interessados pelas empresas possam avaliar características dos conselheiros como histórico profissional, participação em outros conselhos e comitês, formação, independência, *expertise*, entre outras questões.

Apesar de estes itens não terem apresentado convergência para inclusão no modelo de mensuração, buscou-se, ao menos, uma análise qualitativa que possa permitir, entre outras questões, um ponto de vista adicional acerca das empresas. Cumpre salientar, no entanto, que como a divulgação da qualificação dos conselheiros é realizada em espaços próprios para preenchimento no Formulário de Referência, todas as empresas acabaram por divulgá-las. Diferentemente da divulgação das qualificações dos conselheiros, a composição do Conselho de Administração por maioria de membros não executivos pode ser vista

como algo que não poderia ser diferente. Isto porque, é preciso que esta função de monitoramento seja exercida por indivíduos que não estejam envolvidos com a gestão. Ainda assim, foram observados casos em que havia maioria de membros não executivos, mas com percentual de apenas 67%. Apesar de esta parcela representar a maior porção do Conselho de Administração, deve-se atentar para o fato de que os outros 33% podem influenciar os demais membros. Por um lado, possuem maior experiência e conhecimento sobre a gestão da empresa, mas por outro podem comprometer a independência do órgão e sua função de monitoramento da gestão.

Os resultados encontrados na análise clássica dos itens para a dimensão “Gestão” são apresentados na Tabela 3.

Tabela 3 – Resultados da análise clássica dos itens da dimensão “Gestão”

Item	Descrição	2016		2015		Geral	
		Qt.	%	Qt.	%	Qt.	%
I32*	Os executivos estão sujeitos a diretrizes para compra de ações?	39	95,1%	40	97,6%	79	96,3%
I33*	Existe algum mecanismo adicional de prevenção do uso de <i>insider information</i> por gestores?	3	7,3%	4	9,8%	7	8,5%
I34	A empresa possui plano de remuneração e incentivo para gestores?	38	92,7%	38	92,7%	76	92,7%
I35	A empresa possui estrutura formal de controles internos e/ou de gerenciamento de riscos estabelecida?	25	61,0%	17	41,5%	42	51,2%
I36	Os CI e o GRC são voluntários?	8	19,5%	3	7,3%	11	13,4%
I37	A alta administração é incentivada a trabalhar em busca da maximização de valor para a firma?	34	82,9%	33	80,5%	67	81,7%
I38	A empresa possui uma declaração de missão que coloca explicitamente a prioridade em boa GC?	1	2,4%	1	2,4%	2	2,4%
I39	A alta administração possui uma clara definição dos principais negócios da empresa?	33	80,5%	33	80,5%	66	80,5%
I40	O relatório anual da empresa inclui uma seção dedicada ao desempenho da empresa na implementação de princípios de GC?	29	70,7%	32	78,0%	61	74,4%

Item	Descrição	2016		2015		Geral	
		Qt.	%	Qt.	%	Qt.	%
141	A empresa investiu acima de seus níveis de fluxo de caixa? (Sim = 0; Não = 1)	27	65,9%	26	63,4%	53	64,6%
142*	A empresa evidencia o código de ética dos executivos sêniores?	25	61,0%	24	58,5%	49	59,8%

Nota: \* = Item não calibrado pela TRI.

Fonte: Dados da pesquisa (2018).

Três itens desta dimensão não apresentaram convergência de parâmetros e foram eliminados. A sujeição dos executivos a diretrizes para compra de ações (item I32) foi observada em aproximadamente 96% das empresas. Estas diretrizes são encontradas na Política de Negociação com Valores Mobiliários (PNVM) divulgada pela empresa em seu *website* de Relações com Investidores. Poucas empresas deixaram de divulgar esta política, assim como outras informações como *ratings*, eventos corporativos, cotações das ações da empresa, entre outras.

Observou-se também que poucas empresas possuem algum mecanismo adicional de prevenção do uso de *insider information* por gestores (item I33). De acordo com a legislação societária, existe um período de vedação (*blackout periods*) de negociação de títulos e valores mobiliários para pessoas ligadas à administração das empresas, que é de 15 (quinze) dias anteriores à divulgação das Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP) e Informações Trimestrais (ITR). Cerca de 9% das empresas oferecem prazos superiores como 30 (trinta) ou 45 (quarenta e cinco) dias de vedação. Embora não seja uma questão prioritária para evitar o uso de *insider information* por parte dos gestores, oferece uma forma de contenção de atos que maximizem os benefícios e riquezas dos gestores em detrimento dos demais investidores.

A divulgação do código de conduta dos executivos sêniores (item I42) foi verificada em aproximadamente 60% das empresas. Ressalve-se apenas o fato de a maior parte das empresas optarem por divulgar o código de conduta aplicável a seus executivos juntamente com o código de conduta dos demais colaboradores. Deve-se enfatizar que há uma nítida diferença entre as atribuições e responsabilidades de gestores e demais colaboradores na empresa, inclusive relacionadas ao uso da informação mantida pela mesma, além das decisões tomadas em nome dos acionistas e demais *stakeholders*. Por esta razão, se justificaria a divulgação em separado deste código de conduta.

Os demais fatores de GC (itens) que compõem esta dimensão apresentaram resultados de calibração favoráveis para composição do modelo de mensuração dos níveis de GC e são tratados com maior detalhamento juntamente com suas avaliações de discriminação (tópico 4.1.2) e dificuldade (tópico 4.1.3).

A dimensão “Evidenciação e *accountability*” compreende fatores de GC expressos por itens que possibilitam o acesso à informação por parte de indivíduos externos às empresas. Por se tratarem de pessoas que não possuem acesso direto e irrestrito às empresas, em muitos casos, os mecanismos desta dimensão constituem o único canal de informação entre a empresa e suas partes interessadas. Os resultados encontrados na análise clássica dos itens são apresentados na Tabela 4.

Tabela 4 – Resultados da análise clássica dos itens da dimensão “Evidenciação e *accountability*”

Item	Descrição	2016		2015		Geral	
		Qt.	%	Qt.	%	Qt.	%
I43*	A empresa possui <i>website</i> ?	41	100,0%	41	100,0%	82	100,0%
I44	Os relatórios anuais da empresa estão disponíveis?	34	82,9%	35	85,4%	69	84,1%
I45*	A empresa reporta as normas contábeis adotadas?	41	100,0%	41	100,0%	82	100,0%
I46*	A empresa disponibiliza informações sobre gerenciamento de riscos?	41	100,0%	41	100,0%	82	100,0%
I47*	Os relatórios publicados pela companhia evidenciam transações com partes relacionadas?	41	100,0%	41	100,0%	82	100,0%
I48	A empresa fornece detalhes sobre responsabilidade social corporativa?	33	80,5%	32	78,0%	65	79,3%
I49	O site de Relações com Investidores (RI) da empresa possui seção que contemple informações de GC?	29	70,7%	29	70,7%	58	70,7%
I50	A empresa fornece detalhes sobre avaliação de crédito?	32	78,0%	32	78,0%	64	78,0%
I51*	O Estatuto Social da companhia é divulgado no <i>website</i> da empresa ou da bolsa de valores?	41	100,0%	41	100,0%	82	100,0%

Item	Descrição	2016		2015		Geral	
		Qt.	%	Qt.	%	Qt.	%
I52	A empresa informa sobre as assembleias de acionistas próximas e concluídas?	38	92,7%	38	92,7%	76	92,7%
I53*	A proporção entre acionistas nacionais e estrangeiros é divulgada no <i>website</i> da empresa ou da bolsa de valores?	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
I54*	A empresa possui uma seção de relação com investidores em seu <i>website</i> ?	41	100,0%	41	100,0%	82	100,0%
I55	A empresa possui canal para apresentação de denúncias?	31	75,6%	22	53,7%	53	64,6%
I56	As declarações de dividendos estão disponíveis aos acionistas?	34	82,9%	33	80,5%	67	81,7%
I57*	O valor de mercado da ação está disponível aos acionistas no <i>website</i> da empresa?	35	85,4%	35	85,4%	70	85,4%
I58*	A empresa divulga a existência de cláusulas restritivas ( <i>covenants</i> )?	32	78,0%	33	80,5%	65	79,3%
I59*	A empresa divulga os critérios que definem os parâmetros das cláusulas restritivas ( <i>covenants</i> )?	27	65,9%	26	63,4%	53	64,6%
I60*	A empresa atende às cláusulas restritivas ( <i>covenants</i> ) definidas?	29	70,7%	28	68,3%	57	69,5%

Nota: \* = Item não calibrado pela TRI.

Fonte: Dados da pesquisa (2018).

Observou-se no estudo que todas as empresas possuíam *website*, além de uma seção de Relações com Investidores neste *website* (itens I43 e I54, respectivamente). A divulgação de informações acerca do gerenciamento de riscos praticado pelas empresas (item I46) e de transações com partes relacionadas (item I47), bem como do Estatuto Social da empresa (item I51) também foi efetuada por todas as empresas. Por não haver casos de empresas que divulgam estas informações, conjuntamente com empresas que não divulgam estes

fatores, também não foram considerados no modelo. O item I53, que avalia a evidenciação da proporção entre acionistas nacionais e estrangeiros, não foi divulgado. Apesar de ser um item avaliado nos estudos que compuseram a revisão de literatura, observou-se que o mesmo não faz parte do conjunto de informações disponibilizadas no âmbito brasileiro. Trata-se de uma questão bastante específica. Outro item que não compôs o modelo de mensuração por falta de convergência de parâmetros foi a divulgação das cotações de valor de mercado das ações emitidas pelas próprias empresas (item I57). Aproximadamente 85% das empresas divulgam essa informação. A disponibilidade das cotações no *website* da empresa auxilia o acompanhamento da evolução do valor de mercado da empresa, sobretudo para investidores menores que já possuem ações da empresa, mas que não possuem acesso livre a outras informações restritas aos *insiders* da companhia.

A questão da evidenciação das normas contábeis adotadas pelas empresas em notas explicativas (item I45) é um caso que foi observada aderência integral por todas as empresas. Foram verificados os elementos de declaração de conformidade, base de apresentação, moeda funcional e de apresentação, consolidação e investimentos, estimativas e julgamentos contábeis críticos, e principais políticas contábeis adotadas. Por serem itens verificados pelos auditores independentes das empresas, este era um resultado já esperado. No entanto, há que se destacar que, sob o ponto de vista normativo, no Brasil, existe este cumprimento integral aos requisitos por parte das empresas, diferentemente dos achados de Al-Malkawi, Pillai e Bhatti (2014). Al-Malkawi, Pillai e Bhatti (2014) observaram que aproximadamente 5% das empresas de Barein, Kuwait, Omã, Catar, Arábia Saudita e Emirados Árabes Unidos, não evidenciavam em suas notas explicativas as bases normativas para preparação das demonstrações contábeis. Cabe salientar, no entanto, que apesar de não haver o atendimento pleno da apresentação das bases de preparação das demonstrações contábeis, todos estes são países que exigem a elaboração das demonstrações contábeis no padrão IFRS, de acordo com informações obtidas no website IFRS em agosto de 2017 (IFRS, 2017).

Os itens que representam a divulgação e o atendimento de cláusulas restritivas (*covenants*), pelos itens I58, I59 e I60, também não puderam ser avaliados no modelo de mensuração. Estes itens não apresentaram convergência de parâmetros. Foi observado que cerca de 79% das empresas divulgam a existência de cláusulas restritivas (*covenants*) em seus contratos de dívidas (item I58), mas que nem todas apresentam os parâmetros que estabelecem os critérios a serem



respeitados (item I59). Considerando-se que, empresas que tenham que atender a requisitos contratuais relacionados a *covenants* precisem se adequar para respeitar os limites impostos nos contratos e que os interessados em informações acerca da evolução econômico-financeira da empresa precisem saber como está a observância aos limites, esta é uma informação relevante para os usuários das demonstrações contábeis. Além disso, com base no item I60, verificou-se também que havia uma parcela de empresas, ainda que pequena, que não atendia a estas cláusulas restritivas. Isto tem como consequência a antecipação da cobrança de obrigações além de alterações nas condições dos contratos firmados entre as empresas e seus credores.

Integrada à dimensão “Evidenciação e *accountability*”, já mencionada, está a dimensão “Auditoria”. A auditoria é responsável pela verificação e busca de maior segurança e credibilidade da informação contábil aos usuários externos, por meio da opinião dos auditores. Os resultados encontrados na análise clássica dos itens para a dimensão “Auditoria” são apresentados na Tabela 5.

Tabela 5 – Resultados da análise clássica dos itens da dimensão “Auditoria”

Item	Descrição	2016		2015		Geral	
		Qt.	%	Qt.	%	Qt.	%
I61*	A empresa possui auditores <i>Big-Four</i> ?	37	90,2%	36	87,8%	73	89,0%
I62	O contrato dos auditores foi ratificado na última reunião anual?	1	2,4%	1	2,4%	2	2,4%
I63*	Os honorários de consultoria são menores que os honorários de auditoria quando prestados pela mesma firma?	40	97,6%	41	100,0%	81	98,8%
I64	A empresa possui uma política formal para troca de auditores?	3	7,3%	2	4,9%	5	6,1%

Nota: \* = Item não calibrado pela TRI.

Fonte: Dados da pesquisa (2018).

Nesta dimensão observou-se que dois fatores não tiveram convergência de parâmetros para análise por meio do modelo de mensuração. O item I61 teve uma média de 89% de atendimento pelas empresas. De acordo com este item, a maior parte das empresas é auditada por auditores *Big-Four*. São firmas de auditoria reconhecidas internacionalmente e que segundo a literatura são associadas como

auditorias de qualidade superior (IRELAND, 2003). São firmas com maior disponibilidade de recursos a serem empregados nas auditorias (DYE, 1993; NG; TAY, 1994) e que têm que zelar por sua reputação (DEANGELO, 1981).

Diferentemente dos achados de Al-Malkawi, Pillai e Bhatti (2014), foi constatado ao longo do estudo que uma parcela maior de empresas avaliadas possuía auditores pertencentes ao grupo das *Big Four*. Enquanto Al-Malkawi, Pillai e Bhatti (2014) constaram que 66% das empresas eram auditadas por Big Four, nesta pesquisa observou-se um percentual de 89%.

Verificou-se também que, de todas as empresas, apenas uma no ano de 2016, efetuou pagamentos de honorários de outros serviços em valor superior ao montante de honorários de auditoria (item I63). Com base na normatização contábil vigente, em especial à NBC PA 290, que trata da independência do auditor, a prestação de outros serviços pelos mesmos auditores não é vista como uma prática proibida, no entanto, a referida norma chama a atenção apenas para que não se tenham atos e práticas que comprometam a independência profissional do auditor.

Todos os fatores compreendidos pela dimensão “*Stakeholders*” apresentaram convergência de parâmetros e compuseram o modelo de mensuração. Os resultados da análise clássica dos itens para esta dimensão são apresentados na Tabela 6.

Tabela 6 – Resultados da análise clássica dos itens da dimensão “*Stakeholders*”

Item	Descrição	2016		2015		Geral	
		Qt.	%	Qt.	%	Qt.	%
I65	A empresa menciona explicitamente a segurança e o bem-estar de seus empregados?	31	75,6%	31	75,6%	62	75,6%
I66	A empresa menciona explicitamente o papel das principais partes interessadas, tais como clientes ou a comunidade em geral (credores ou fornecedores)?	30	73,2%	30	73,2%	60	73,2%
I67	A empresa evidencia formalmente, no padrão GRI ou IIRC, as questões ambientais e sociais em suas comunicações públicas?	35	85,4%	30	73,2%	65	79,3%

Item	Descrição	2016		2015		Geral	
		Qt.	%	Qt.	%	Qt.	%
I68	A empresa oferece um programa de opções de ações para funcionários ou outro plano de incentivo de longo prazo para empregados associados à criação de valor para os acionistas e para os funcionários?	33	80,5%	32	78,0%	65	79,3%

Nota: \* = Item não calibrado pela TRI.

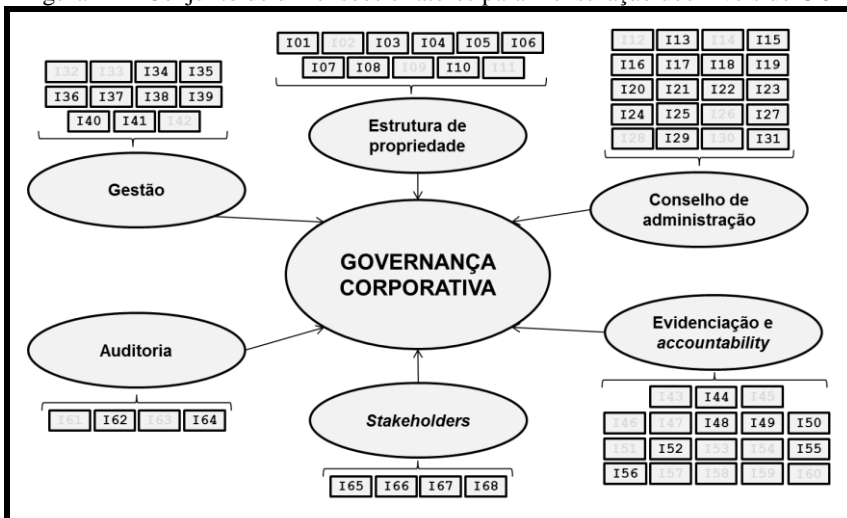
Fonte: Dados da pesquisa (2018).

Todos os fatores tratados nesta dimensão apresentaram um grau de atendimento entre aproximadamente 73% e 79%. São itens que expressam características do relacionamento da empresa com seus *stakeholders*, em especial questões ligadas a práticas de responsabilidade social e ambiental, segurança e bem-estar dos empregados e a inclusão de planos de opções de ações (ESOP) para funcionários e outros planos de incentivo de longo prazo. No próximo tópico estas e as demais questões representadas por 44 itens são avaliados por meio de análises mais robustas, que contemplam a mensuração dos níveis de GC mediante verificação de atributos como a capacidade de discriminação dos itens e seus níveis de dificuldade.

De modo geral, constatou-se nesta etapa da pesquisa que a representação da estrutura de GC e a mensuração de níveis de GC compreendeu 44 fatores distribuídos em seis dimensões de GC. Com isto, no atendimento do objetivo específico “a” de “identificar um conjunto de dimensões para mensuração dos níveis de GC das empresas com ações negociadas na B3”, verificou-se a permanência de fatores em todas as dimensões teóricas apontadas na revisão da literatura (seção 2.2.2).

A composição das dimensões de GC contemplou oito fatores na dimensão “Estrutura de Propriedade”, 15 na dimensão “Conselho de Administração”, oito na dimensão “Gestão”, sete na dimensão “Evidenciação e *accountability*”, dois na dimensão “Auditoria” e quatro na dimensão “*Stakeholders*”, conforme apresentado na Figura 12.

Figura 12 – Conjunto de dimensões e fatores para mensuração dos níveis de GC



Fonte: Dados da pesquisa (2018).

Após a apresentação da composição das seis dimensões de GC são discutidos os resultados obtidos em relação à capacidade de diferenciação entre empresas que os fatores permitem, bem como o nível de dificuldade para que as empresas estudadas possam atender a cada um dos fatores pesquisados.

#### 4.1.2 Capacidade de discriminação dos mecanismos de GC

Nesta etapa são verificadas as capacidades de discriminação dos fatores de GC que compõem o modelo de mensuração em cada dimensão estudada. Diferentemente daquilo que prevê uma análise clássica dos fatores de GC, cada fator possui capacidades diferentes de discriminação. Nesta perspectiva, alguns itens oferecem uma maior diferenciação do que outros. Esta diferenciação leva em consideração o grau de inclinação, representado pela CCI, em que se verifica a posição do traço latente, onde se separam os indivíduos (empresas) capazes de atender (ou não) a um determinado fator (item).

A capacidade de discriminação dos mecanismos (itens) da dimensão “Estrutura de Propriedade” é apresentada na Tabela 7.

Tabela 7 – Capacidade de discriminação dos mecanismos (itens) da dimensão “Estrutura de Propriedade”

Itens	Questão	Slope (a)	E.P.
I05	A participação de executivos e conselheiros é de pelo menos 1%, mas não mais de 30% do total de ações em circulação?	0,4581	0,148
I07	As decisões de remuneração de conselheiros ou executivos são aprovadas anualmente pelos acionistas?	0,4850	0,159
I03	A empresa oferece direito equilibrado de votos (uma ação = um voto)?	0,5338	0,176
I08	A empresa oferece alguma alternativa que facilite a realização de votações e participação em assembleias?	0,5638	0,183
I10	A empresa faz parte de um grupo econômico em que o controlador também controla os principais fornecedores, clientes e/ou empresas similares?	0,5817	0,183
I06	O percentual de ações ordinárias detidas pelos 5 maiores acionistas é superior a 10% ?	0,6120	0,207
I01	A empresa possui pelo menos um investidor institucional externo com pelo menos 5% de participação?	0,7136	0,231
I04	O total das participações de <i>blockholders</i> é superior a 25%?	0,7286	0,216

Fonte: Dados da pesquisa (2018).

Os resultados indicam que a maior parte dos fatores possui uma considerável capacidade de discriminar empresas com maior ou menor nível de GC. Os itens I05 e I07, embora tenham coeficientes baixos, estão relativamente próximos do padrão (parâmetro *Slope* (a)  $\geq 0,5$ ) mencionado como critério na seção 3.9.2. Os fatores da estrutura de propriedade com maior capacidade de discriminação são os itens I01 e I04. Estes itens representam, respectivamente, a existência de investidores institucionais e *blockholders* na composição acionária das empresas. Estes fatores expressam a experiência e a sofisticação dos indivíduos que compõem a estrutura acionária como representação da efetividade no monitoramento das ações do agente por parte do principal (MONKS; MINOW, 2011; BLACK; JANG; KIM, 2006). Em outras palavras, há uma maior diferenciação entre as empresas que não possuem investidores institucionais e *blockholders* e aquelas que possuem este tipo de acionista. Além do aspecto da diferenciação, também se destaca a contribuição que esta configuração na composição acionária agrega para a mitigação do problema de agência.

O fator representado pelo item I03 guarda relação com um dos dispositivos do Novo Mercado da B3, que é a emissão exclusiva de

ações ordinárias (com direito a voto). A existência deste tipo de configuração na estrutura acionária da empresa se alinha com o oferecimento de um tratamento mais justo e igualitário (*fairness*) a todos os investidores, independentemente da classe de ações. As empresas que não oferecem esta igualdade a seus investidores têm conflitos de agência mais elevados, tendo em vista que os aplicadores de capital (acionistas preferencialistas) não detêm o direito de participar das deliberações econômico-financeiras e operacionais (CHEUNG *et al.*, 2007; CHEUNG *et al.*, 2008).

Poucas empresas oferecem condições para que os acionistas possam acompanhar as assembleias por meio de transmissão ao vivo de áudio e/ou vídeo ou que permitam o voto a distância (item I08). Normalmente, o que a maioria das empresas concede é o direito estabelecido pela legislação societária que é a outorga de procurações para que os acionistas possam ser representados por terceiros nas assembleias. Este fator permite diferenciar entre empresas que concedem (ou não) direitos, além dos previstos em lei, que estimulem a participação de acionistas em assembleias, mesmo que de forma não presencial (CHEUNG *et al.*, 2007; CHEUNG *et al.*, 2008).

Outros fatores como a participação em um grupo econômico em que o controlador também controla fornecedores, clientes e/ou empresas similares (item I10) e o fato de a participação dos cinco maiores acionistas ser maior que 10% (item I06) também são itens que possibilitam uma considerável diferenciação entre empresas com maior ou menor nível de GC. O primeiro retrata o relacionamento entre principal e agente dentro do próprio grupo empresarial. Lambert (2001) enfatiza que neste ambiente formado por *nexus* contratuais é possível a existência de diferentes agentes e diferentes principais. O segundo trata da existência de um bloco de investidores que possuem capacidade de influenciar nas deliberações da empresa. Ainda que estes não sejam efetivamente controladores, a parcela de capital detido por eles passa a ser mais expressiva no quadro acionário da empresa.

Na Tabela 8 são apresentados os coeficientes de discriminação *Slope* ( $\alpha$ ) da dimensão “Conselho de Administração”.

Tabela 8 – Capacidade de discriminação dos mecanismos (itens) da dimensão “Conselho de Administração”

Itens	Questão	Slope (a)	E.P.
I13	São fornecidos detalhes sobre reuniões e frequência dos conselheiros?	0,4745	0,154
I31	Os conselheiros possuem não mais que 10 cargos em conselhos de outras empresas?	0,4756	0,166
I15	Os conselheiros são submetidos a eleições anuais pelos acionistas?	0,4902	0,174
I18	O conselho de administração ou algum comitê é responsável pelo planejamento de sucessão do CEO?	0,5042	0,161
I29	O conselho possui pelo menos 1/3 de membros independentes (efetivos)?	0,5635	0,171
I25	A empresa possui comitê de gestão de riscos?	0,6227	0,190
I17	A empresa evidencia suas orientações e políticas de GC?	0,6302	0,193
I27	O conselho de administração possui entre 5 e 11 membros?	0,7148	0,275
I24	A empresa possui comitê de remuneração?	0,7629	0,256
I21	O comitê de auditoria é composto integralmente por membros independentes?	0,9992	0,329
I16	O desempenho do conselho de administração é avaliado periodicamente?	1,1468	0,352
I23	A empresa possui comitê de nomeação?	1,1660	0,342
I20	O comitê de auditoria é composto por pelo menos 3 membros?	1,2229	0,329
I22	Pelo menos um membro do comitê de auditoria possui <i>expertise</i> em contabilidade ou finanças?	1,6241	0,562
I19	A empresa possui comitê de auditoria? (0 = Não; 1 = Sim)	1,8318	0,698

Fonte: Dados da pesquisa (2018).

Nesta dimensão apenas três fatores possuem baixo coeficiente de discriminação. Os itens I13, I15 e I31 correspondem ao fornecimento de detalhes sobre reuniões e frequência dos conselheiros, a existência de conselheiros que não participem em Conselhos de Administração de mais de 10 empresas e a submissão dos conselheiros a eleições anuais. Também são itens muito próximos ao padrão de 0,5. São itens relevantes, pois indicam a participação dos conselheiros em reuniões da própria empresa e também se estes não estão participando de muitos outros Conselhos de Administração, o que pode comprometer a efetividade de seu monitoramento. Para Al-Malkawi, Pillai e Bhatti (2014), a participação em outros conselhos é vista como algo benéfico para a governança das empresas, no entanto, a participação em muitos

conselhos diferentes pode desviar o foco dos conselheiros e prejudicar suas atuações. A realização de eleições anuais para ocupação de cargos no Conselho de Administração também é uma prática alinhada com as melhores práticas de GC (AMMANN; OESCH; SCHMID, 2011). Permite que, conjuntamente com a avaliação periódica de desempenho dos conselheiros (avaliada no item I16), busque-se uma atuação mais efetiva dos membros do Conselho de Administração, inclusive com a substituição de conselheiros que não estejam conseguindo desempenhar adequadamente suas funções.

O fator (item) que mais diferencia empresas com maiores e menores níveis de GC é a adoção de comitês de auditoria (item I19). Alguns aspectos são relevantes a este respeito, como a aderência aos requisitos da SOX para empresas que negociam suas ações no mercado Norte-Americano e o rodízio obrigatório de auditores. Isto porque, empresas que emitem ADRs precisam ter implantados seus comitês de auditoria ou pelo menos adaptarem seu conselho fiscal às funções de comitê de auditoria. Empresas com comitê de auditoria também possuem especificidades quanto ao rodízio de auditores. Ao terem um comitê de auditoria as empresas não precisam realizar o rodízio de auditores a cada cinco anos.

Outros três requisitos também relacionados ao comitê de auditoria são avaliados com alta capacidade de discriminação. A composição do comitê por ao menos três membros (item I20), ser integralmente formado por membros independentes (item I21) e possuir um membro com *expertise* em contabilidade ou finanças (item I22). Neste sentido, não basta que a empresa tenha um comitê de auditoria implantado. Mede-se também a contribuição oferecida pela existência de membros com capacidade de exercerem as funções do comitê de auditoria e também a disponibilidade de pessoas para este exercício. Além disto, por se tratar de um órgão de assessoramento do Conselho de Administração, com função de monitoramento, a independência é um requisito preponderante, sobretudo por sua relação com os auditores. Esta verificação auxilia a distinguir características que afastem a hipótese de realização de práticas cerimoniais (BOZEC; DIA, 2012).

Seis fatores com capacidade de discriminação menor, porém acima do critério de 0,5 que os definem como itens com um grau de discriminação adequado, foram observados nesta dimensão. São os itens I17 que verifica se a empresa divulga suas orientações e políticas de GC, I18 que trata do planejamento de sucessão do CEO, I27 que captura na composição do Conselho de Administração a existência de no mínimo 5 e no máximo 11 membros e I29 que verifica a existência de ao menos



1/3 de membros efetivos independentes no Conselho de Administração. Os itens I24 e I25 tratam da existência de comitês de remuneração e de gestão de riscos, respectivamente. Estes seis fatores oferecem um complemento à visão do funcionamento do Conselho de Administração e de seus comitês de assessoramento. A ideia de aferição destes fatores é mensurar não somente se a empresa possui comitês de assessoramento, como também características que permitam uma maior noção acerca de sua efetividade. Ademais, as características de independência e de tamanho do Conselho de Administração, aliadas ao planejamento de sucessão do CEO se alinham com a função de monitoramento do Conselho de Administração para mitigação de problemas na estrutura de GC (GUPTA; KRISHNAMURTI; TOURANI-RAD, 2013).

A dimensão “Gestão” inclui fatores que representam características financeiras, patrimoniais, de desempenho e operacionais relacionadas à administração das empresas. Os coeficientes de discriminação dos itens desta dimensão são apresentados na Tabela 9.

Tabela 9 – Capacidade de discriminação dos mecanismos (itens) da dimensão “Gestão”

<b>Itens</b>	<b>Questão</b>	<b>Slope (a)</b>	<b>E.P.</b>
I41	A empresa investiu acima de seus níveis de fluxo de caixa? (Sim = 0; Não = 1)	0,4177	0,134
I39	A alta administração possui uma clara definição dos principais negócios da empresa?	0,4423	0,148
I40	O relatório anual da empresa inclui uma seção dedicada ao desempenho da empresa na implementação de princípios de GC?	0,5086	0,167
I34	A empresa possui plano de remuneração e incentivo para gestores?	0,5092	0,203
I37	A alta administração é incentivada a trabalhar em busca da maximização de valor para a firma?	0,5985	0,213
I38	A empresa possui uma declaração de missão que coloca explicitamente a prioridade em boa GC?	0,7248	0,331
I36	Os CI e o GRC são voluntários?	0,8790	0,294
I35	A empresa possui estrutura formal de controles internos e/ou de gerenciamento de riscos estabelecida?	1,0106	0,310

Fonte: Dados da pesquisa (2018).

Os fatores representados pelos itens I41 e I39 apresentaram baixa capacidade de discriminação entre as empresas. No entanto, não muito distantes do nível considerado como adequado. O primeiro trata das

condições em que a empresa efetua seus investimentos. Empresas que investem acima de seus níveis de fluxo de caixa podem estar buscando medidas que fomentem seu crescimento. Entretanto, sob a perspectiva da Teoria da Agência, deve-se observar que são decisões tomadas e que afetam direta ou indiretamente os interesses dos acionistas e demais interessados. Portanto, neste fator observa-se se as empresas aplicam recursos acima de sua capacidade de geração de caixa, o que de alguma forma pode prejudicar sua saúde financeira, contrariar interesses de investidores entre outras questões (KLAPPER; LOVE, 2004). O segundo verifica se a alta administração possui uma clara definição dos principais negócios da empresa. De acordo com Klapper e Love (2004), qualquer diversificação em área não relacionada nos últimos três anos sugere que a empresa não possui uma definição clara de seus principais negócios.

A apresentação de uma seção dedicada ao desempenho da empresa na implementação de princípios de GC no Relatório Anual das empresas é verificada por meio do item I40. Algumas empresas da amostra dedicam espaço em seus Relatórios Anuais para evidenciação de informações acerca de suas práticas de GC. Este coeficiente indicou que o fator (item) em questão permite moderadamente a diferenciação entre as empresas com maior e menor nível de GC. Os itens I37 e I38 tratam, respectivamente, do incentivo à alta administração para a maximização de valor para a empresa e também o estabelecimento de uma declaração de missão da empresa que priorize a GC. São itens também com índices de discriminação que, apesar de moderados, são adequados à mensuração realizada. Por fim, os itens que mais distinguem as empresas são o I35 e o I36. O primeiro verifica se a empresa possui alguma estrutura formal de controles internos e/ou de gerenciamento de riscos estabelecida. Foi verificada a adoção de modelos COSO, COSO ERM, CoCo, COBIT® e/ou ITIL®. O segundo item, conjuntamente com o anterior, verifica se esta adoção é voluntária ou se apenas realizada para atendimento à SOX pelas empresas emissoras de ADRs.

Na Tabela 10 são apresentados os resultados dos fatores que compõem a dimensão “Evidenciação e *accountability*”.

Tabela 10 – Capacidade de discriminação dos mecanismos (itens) da dimensão “Evidenciação e *accountability*”

Itens	Questão	Slope (a)	E.P.
I52	A empresa informa sobre as assembleias de acionistas próximas e concluídas?	0,4555	0,169
I56	As declarações de dividendos estão disponíveis aos acionistas?	0,5017	0,157
I48	A empresa fornece detalhes sobre responsabilidade social corporativa?	0,6137	0,205
I50	A empresa fornece detalhes sobre avaliação de crédito?	0,6162	0,208
I55	A empresa possui canal para apresentação de denúncias?	0,6424	0,200
I44	Os relatórios anuais da empresa estão disponíveis?	0,6433	0,230
I49	O site de Relações com Investidores (RI) da empresa possui seção que contemple informações de GC?	0,6749	0,206

Fonte: Dados da pesquisa (2018).

Somente o item I52 teve um coeficiente abaixo de 0,5. Ele indica se a empresa comunica seus acionistas sobre a realização de assembleias próximas e concluídas. Trata-se de um fator (item) atendido por uma parcela expressiva de empresas, aproximadamente 93%. Os demais itens verificam a disponibilidade aos acionistas das declarações de dividendos (item I56), publicação dos Relatórios Anuais (item I44), existência de canais de denúncias ou ouvidoria (item I55), além do fornecimento de detalhes sobre responsabilidade social corporativa e dos *ratings* de avaliação de crédito (itens I48 e I50).

Em geral são fatores que apresentam moderada capacidade de distinção entre empresas. Contudo, na perspectiva do nível de GC, expressam a forma como a empresa evidencia suas informações aos usuários externos.

A dimensão auditoria é composta apenas por dois fatores apresentados na Tabela 11.

Tabela 11 – Capacidade de discriminação dos itens da dimensão “Auditoria”

Itens	Questão	Slope (a)	E.P.
I62	O contrato dos auditores foi ratificado na última reunião anual?	0,8766	0,438
I64	A empresa possui uma política formal para troca de auditores?	1,0003	0,500

Fonte: Dados da pesquisa (2018).

Ambos os fatores apresentam elevados coeficientes de discriminação. A questão que verifica a ratificação do contrato dos auditores (item I62) diferencia empresas que realizaram ou não realizaram troca de auditor por motivos alheios às atividades da auditoria independente, como por divergências de pontos de vista, má adaptação, entre outros motivos. A existência de políticas formais para a troca de auditores, aferida pelo item I64, busca a informação acerca da existência de algum planejamento para escolha, manutenção e substituição dos auditores independentes da empresa. O que se pôde perceber com a pesquisa foi uma grande quantidade de empresas que somente seguiam a determinação de troca por rodizio obrigatório estabelecido pela CVM.

A dimensão “*Stakeholders*” avalia características do relacionamento da empresa e suas partes interessadas. Na Tabela 12 são apresentados os coeficientes de discriminação dos fatores da dimensão “*Stakeholders*”.

Tabela 12 – Capacidade de discriminação dos itens da dimensão “*Stakeholders*”

Itens	Questão	Slope (a)	E.P.
I68	A empresa oferece um programa de opções de ações para funcionários ou outro plano de incentivo de longo prazo para empregados associados à criação de valor para os acionistas e para os funcionários?	0,5306	0,189
I65	A empresa menciona explicitamente a segurança e o bem-estar de seus empregados?	0,5436	0,181
I66	A empresa menciona explicitamente o papel das principais partes interessadas, tais como clientes ou a comunidade em geral (credores ou fornecedores)?	0,6939	0,240
I67	A empresa evidencia formalmente, no padrão GRI ou IIRC, as questões ambientais e sociais em suas comunicações públicas?	0,8118	0,282

Fonte: Dados da pesquisa (2018).

Os resultados dos coeficientes de discriminação desta dimensão expressam itens com um grau de discriminação adequado ao modelo de mensuração utilizado. Os itens I68 e I65 possuem os menores coeficientes de discriminação. Entretanto, indicam características que se constituem em elementos fundamentais na estrutura de GC. A determinação explícita nos regulamentos e políticas das empresas de prioridade em segurança e bem-estar dos empregados é avaliada pelo item I65. Os resultados deste item demonstram que grande parte das

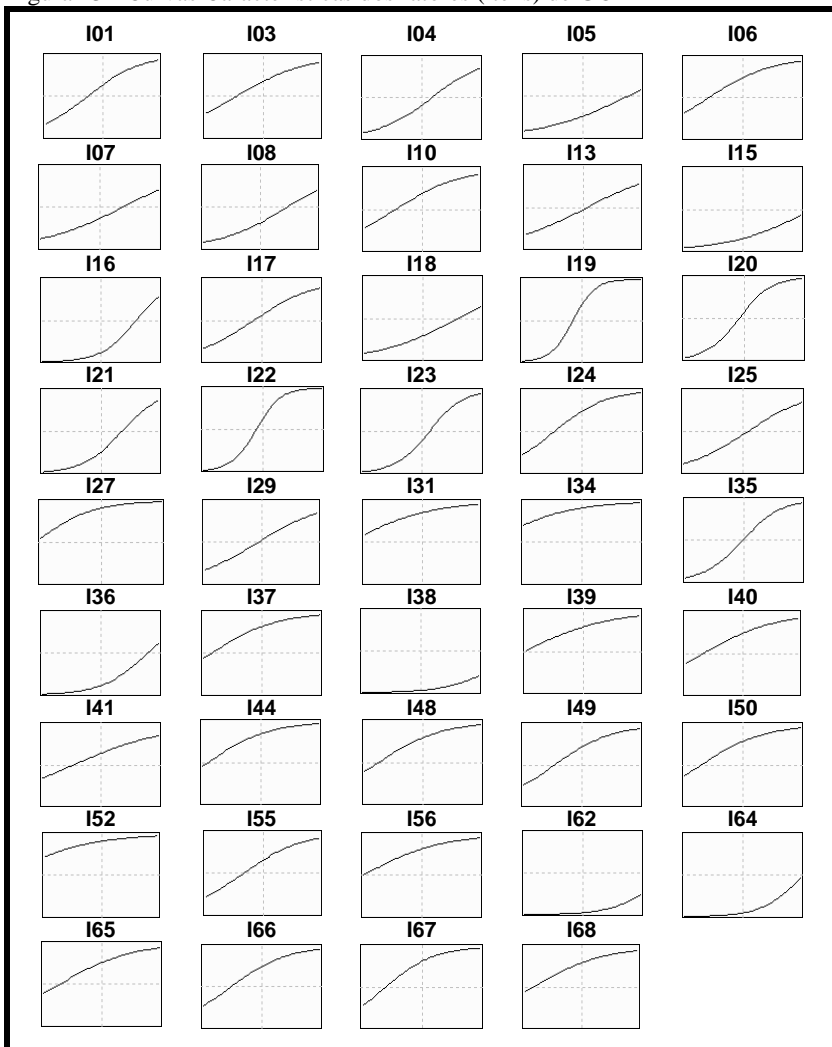
empresas menciona esta condição. A concessão de planos de opção de ações (ESOP) ou outro tipo de plano de incentivo de longo prazo a funcionários (item I68) é uma iniciativa relevante neste relacionamento. Embora não sejam colaboradores que exerçam funções de alta administração este tipo de prática permite, dentre outras questões, além do alinhamento de interesses, também uma retribuição àqueles que ajudam a empresa a funcionar (CHEUNG *et al.*, 2007; CHEUNG *et al.*, 2008).

A menção explícita do papel das principais partes interessadas (item I66) apresentou o segundo maior coeficiente de discriminação. Indica que é uma questão com uma capacidade maior de separar empresas que entendem e definem claramente os direitos e obrigações inerentes à participação dos *Stakeholders* em suas atividades.

Por fim, observou-se por meio do coeficiente de discriminação do item I67, que este, dentre todos os fatores que compõem a dimensão, é o que possui a maior capacidade de distinguir entre empresas com maior e menor nível de GC. Significa que empresas que possuem como padrão de elaboração de seus Relatórios Anuais os modelos GRI ou IIRC, para questões ambientais e sociais, se destacam em relação às demais empresas. O modelo da GRI orienta a elaboração de relatórios de sustentabilidade, com evidenciação de informações de natureza voluntária e o IIRC regulamenta a elaboração do Relato Integrado que surgiu como resposta à necessidade de integração de informações de evidenciação voluntária e de evidenciação obrigatória das empresas (FREITAS; FREIRE, 2017).

Na Figura 13 são apresentadas as Curvas Características dos Itens (CCI) para os fatores de GC avaliados. Assim como explicado na seção 3.9.2, estas curvas expressam a capacidade de discriminação de cada item avaliado. Por se tratar de uma função logística itens com forma mais próxima de uma letra “S” possuem maior capacidade de discriminação.

Figura 13 - Curvas Características dos fatores (itens) de GC



Fonte: Dados da pesquisa (2018).

Além deste indicador de discriminação, outra referência é necessária para mensuração dos níveis de GC. Trata-se do coeficiente de dificuldade de atendimento dos mecanismos de GC. Enquanto as avaliações realizadas por Tsipouri e Xanthakis (2004), Bauer *et al.* (2008), Balasubramanian, Black e Khanna (2010) e Ammann, Oesch e

Schmid (2011) não levaram em consideração os graus de discriminação e dificuldade, a estratégia adotada nesta pesquisa busca medir quanto cada mecanismo de GC, tratado como fator, contribui para a referida estrutura de GC.

#### 4.1.3 Dificuldade de atendimento dos mecanismos de GC

Para mensuração dos níveis de GC o grau de dificuldade medido pelo coeficiente *Threshold* (b), conjuntamente com o coeficiente *Slope* (a) permitem a construção de uma escala de traço latente. Esta escala representa um *continuum*, que varia de mecanismos expressos por fatores mais fáceis, até fatores mais difíceis de serem atendidos pelas empresas.

Os resultados da dimensão “Estrutura de Propriedade” são apresentados na Tabela 13. Nesta dimensão é avaliada a dificuldade relativa à adoção dos fatores que representam a configuração acionária (principal) na relação de agência.

Tabela 13 – Dificuldade de atendimento dos mecanismos (itens) da dimensão “Estrutura de Propriedade”

Item	Questão	Threshold (b)	E.P.
I06	O percentual de ações ordinárias detidas pelos 5 maiores acionistas é superior a 10%?	-1,7371	0,654
I10	A empresa faz parte de um grupo econômico em que o controlador também controla os principais fornecedores, clientes e/ou empresas similares?	-1,3899	0,561
I03	A empresa oferece direito equilibrado de votos (uma ação = um voto)?	-1,3829	0,577
I01	A empresa possui pelo menos um investidor institucional externo com > 5% de participação?	-0,7708	0,380
I04	O total das participações de <i>blockholders</i> é > 25%?	0,5273	0,361
I07	As decisões de remuneração de conselheiros ou executivos são aprovadas anualmente pelos acionistas?	1,1586	0,567
I08	A empresa oferece alguma alternativa que facilite a realização de votações e participação em assembleias?	1,4252	0,588
I05	A participação de executivos e conselheiros é de pelo menos 1%, mas não mais de 30% do total de ações em circulação?	2,3281	0,912

Fonte: Dados da pesquisa (2018).

Os resultados da análise demonstram que nesta dimensão há mecanismos expressos por fatores de diferentes graus de dificuldade. Observou-se que a participação com direito a voto dos cinco maiores acionistas superior a 10% (item I06) é algo relativamente comum. Isto se confirma com a proporção de 73% de empresas que possuem esta característica. Portanto, o que se espera é que este item não tenha o mesmo peso que os demais quando da mensuração do nível de GC de cada empresa.

Por sua vez, o item I05, que expressa uma composição de participações acionárias de executivos e conselheiros em uma faixa entre 1% e 30%, foi considerado o item mais difícil de ser atendido. Observou-se que poucas empresas possuíam um percentual abaixo desta faixa e que muitas empresas possuíam participação superior a 30%.

Dentre os demais itens com coeficientes negativos, que indicam uma menor dificuldade, estão a participação em um grupo econômico que tenha fornecedores, clientes e empresas similares controlados pela mesma empresa (item I10), o oferecimento de direito equilibrado de votos (item I03) e a participação de investidores institucionais superior a 5% (item I01).

Esta facilidade encontrada para o item I10 se destaca, não somente, pela quantidade de empresas que participam de grupos econômicos com estas características. Esta configuração foi encontrada em aproximadamente 62% das empresas. Pode-se dizer que no período estudado este tipo de relacionamento empresarial é cada vez mais esperado. Isto porque, as empresas tendem a buscar relacionamentos mais próximos com os integrantes de sua cadeia de valor.

O resultado do fator relacionado ao direito equilibrado de votos pode ser explicado, dentre outras questões, pelo estabelecimento de práticas que permitem uma maior igualdade entre os acionistas (equidade). Esta característica é um dos requisitos para as empresas participantes do Novo Mercado da B3. Já no caso da participação de investidores institucionais, dois aspectos devem ser levados em consideração. Por um lado, este tipo de acionista oferece um monitoramento mais efetivo da gestão (agente) por parte dos investidores (principal), sobretudo por sua experiência e sofisticação em relação ao ambiente de negócios. Por outro lado, este tipo de configuração, apesar de beneficiar outros investidores, acaba por ser também uma decisão quase que exclusiva do investidor institucional. Por se tratarem de instituições financeiras, estatais ou não, fundos de aposentadoria e pensão, seguradoras, entre outros operadores



financeiros, que investem no mercado de capitais, estas empresas necessitam, de fato, promover investimentos em ações para que possam maximizar seus próprios recursos e os recursos a elas confiados. De qualquer modo, estes investidores, assim como mencionado por Byrd, Parrino e Pritsch (1998), são benéficos às empresas. São capazes de diluir custos de monitoramento e possuem profissionais especializados no monitoramento de gestores e do desempenho das empresas.

Na Tabela 14 são apresentados os resultados da dimensão “Conselho de Administração”.

Tabela 14 – Dificuldade de atendimento dos itens do “Cons. de Administração”

<b>Itens</b>	<b>Questão</b>	<b>Threshold (b)</b>	<b>E.P.</b>
I31	Os conselheiros possuem não mais que 10 cargos em conselhos de outras empresas?	-3,8307	1,468
I27	O conselho de administração possui entre 5 e 11 membros?	-3,2720	1,192
I24	A empresa possui comitê de remuneração?	-1,3772	0,460
I19	A empresa possui comitê de auditoria? (0 = Não; 1 = Sim)	-0,4461	0,189
I17	A empresa evidencia suas orientações e políticas de GC?	-0,4188	0,391
I22	Pelo menos um membro do comitê de auditoria possui expertise em contabilidade ou finanças?	-0,3255	0,196
I20	O comitê de auditoria é composto por pelo menos 3 membros?	-0,2654	0,242
I29	O conselho possui pelo menos 1/3 de membros independentes (efetivos)?	-0,1825	0,403
I13	São fornecidos detalhes sobre reuniões e frequência dos conselheiros?	0,2099	0,466
I25	A empresa possui comitê de gestão de riscos?	0,2535	0,370
I23	A empresa possui comitê de nomeação?	0,3829	0,230
I21	O comitê de auditoria é composto integralmente por membros independentes?	1,0703	0,340
I18	O conselho de administração ou algum comitê é responsável pelo planejamento de sucessão do CEO?	1,7903	0,717
I16	O desempenho do conselho de administração é avaliado periodicamente?	1,8094	0,482
I15	Os conselheiros são submetidos a eleições anuais pelos acionistas?	3,5511	1,362

Fonte: Dados da pesquisa (2018).

Nesta dimensão foram observados oito itens considerados muito fáceis por apresentarem coeficientes negativos. De acordo com a sequência de níveis de dificuldade nesta dimensão, observou-se que a composição do Conselho de Administração por uma quantidade de no mínimo cinco e no máximo 11 membros (item I27), aliada ao fato de os conselheiros não possuírem mais que 10 cargos em outros Conselhos de Administração (item I31), foram fatores amplamente atendidos pelas empresas. A partir do estudo, pôde-se perceber que esta configuração do Conselho de Administração é algo que as empresas procuram seguir, com pouquíssimos casos distintos. Foram observadas empresas que, embora não se tratando de uma prática esperada para o item, possuíam uma quantidade excessiva de conselheiros. Isto foi encontrado em empresas controladas por grupos familiares e com grande concentração de controle.

Foi verificada uma relativa facilidade também para a existência de comitês de remuneração (item I24). Em 72% das empresas havia a constituição deste comitê. Deste modo, se trata de um fator (item) que pouco contribui para diferenciar os níveis de GC. A constituição de comitês de auditoria (item I19) apresentou um grau de dificuldade um pouco maior que para os comitês de remuneração, mas ainda assim, pode ser considerado fácil. Nesta mesma linha, os itens I20 e I22 demonstram, respectivamente, que são menos fáceis questões como o fato de neste comitê de auditoria haver ao menos três membros e pelo menos um integrante com *expertise* em contabilidade ou finanças.

A evidenciação por parte da empresa de suas orientações e políticas de GC (item I17) também foi um item de dificuldade relativamente baixa. Isto porque, as empresas têm muitos canais para comunicação destas informações. É possível encontrar estas informações no Formulário de Referência, no *website* da empresa e inclusive em seus Relatórios Anuais.

O último item com baixo grau de dificuldade foi a independência de no mínimo 1/3 dos conselheiros efetivos (item I29). Observou-se, no caso deste fator, que as empresas, de fato, buscam este tipo de composição de seus Conselhos de Administração. É uma questão muito observada no âmbito internacional, como pode ser visto no estudo de Al-Malkawi, Pillai e Bhatti (2014), mas que parece estar cada vez mais sendo seguida pelas empresas brasileiras. Al-Malkawi, Pillai e Bhatti (2014) observaram percentuais de atendimento a este requisito acima de 90% em empresas dos Emirados Árabes Unidos, Arábia Saudita e Omã. No Brasil este índice foi de apenas 52%, o que sugere uma etapa de

transição parecida com o que Al-Malkawi, Pillai e Bhatti (2014) encontraram no Barein e no Catar.

A existência de comitês de gestão de riscos (item I25) e de nomeação (item I23) são fatores um pouco mais raros, de modo análogo aos resultados de Al-Malkawi, Pillai e Bhatti (2014). O primeiro tipo de comitê tem as funções de assessoramento ao Conselho de Administração em assuntos relacionados aos controles internos, práticas de proteção financeira, patrimonial e operacional, ligados ao planejamento, execução e controle de medidas para gestão de riscos. O segundo é responsável pela nomeação, dentre outros cargos, de pessoas de destaque na organização, como para a Diretoria Executiva e outros cargos de gerência.

Os itens mais difíceis são a composição do comitê de auditoria integralmente por membros independentes (item I21), a existência de atribuição ao Conselho de Administração ou a algum de seus comitês para o planejamento do processo sucessório do CEO (item I18), avaliação periódica do desempenho dos membros do Conselho de Administração (item I16) e a realização de eleições anuais para escolha dos conselheiros (item I15).

Apenas 29% das empresas tinham seus comitês de auditoria totalmente compostos por integrantes independentes. Nas demais empresas esta composição se alternava entre membros externos e membros com alguma ligação com a organização.

O planejamento sucessório do cargo de CEO também foi realizado em somente 29% das empresas, o que denota que as demais não buscam se preparar antecipadamente para o processo de substituição de seus Diretores Presidentes. Conjuntamente, a realização de avaliações periódicas de desempenho do Conselho de Administração e a escolha de seus membros por meio de eleições anuais foram observadas somente em aproximadamente 15% e 16% das empresas, respectivamente.

Estas práticas permitem que haja uma efetiva manutenção de conselheiros que estejam aptos ao desempenho de suas funções, com a consequente substituição dos mesmos no período de um ano. São fatores bastante expressivos e difíceis de serem atendidos pelas empresas. Isto porque, o que se pode perceber no estudo foram as práticas de eleições a cada dois ou três anos e a realização de avaliações não independentes. Foram constatadas, excessivamente, práticas de auto avaliação de desempenho dos conselheiros, em que um colega avalia o outro, não realizadas por consultorias especializadas e sem a adoção de critérios objetivos, como o estabelecimento de indicadores formais de desempenho.

A dificuldade de atendimento dos fatores que compõem a dimensão “Gestão” permite que seja aferida a contribuição de cada item da administração para cômputo do nível de GC. Os resultados desta dimensão são apresentados na Tabela 15.

Tabela 15 – Dificuldade de atendimento dos itens da dimensão “Gestão”

<b>Itens</b>	<b>Questão</b>	<b>Threshold (b)</b>	<b>E.P.</b>
I34	A empresa possui plano de remuneração e incentivo para gestores?	-4,7405	2,004
I39	A alta administração possui uma clara definição dos principais negócios da empresa?	-3,1487	1,202
I37	A alta administração é incentivada a trabalhar em busca da maximização de valor para a firma?	-2,6021	0,930
I40	O relatório anual da empresa inclui uma seção dedicada ao desempenho da empresa na implementação de princípios de GC?	-2,1400	0,825
I41	A empresa investiu acima de seus níveis de fluxo de caixa? (Sim = 0; Não = 1)	-1,4369	0,708
I35	A empresa possui estrutura formal de controles internos e/ou de gerenciamento de riscos estabelecida?	-0,0591	0,251
I36	Os CI e o GRC são voluntários?	2,3923	0,716
I38	A empresa possui uma declaração de missão que coloca explicitamente a prioridade em boa GC?	4,8334	2,080

Fonte: Dados da pesquisa (2018).

Trata-se de uma dimensão bastante complexa. Dois de seus itens são considerados como de elevada complexidade. Pode-se afirmar que, não há meio termo na adoção das práticas de GC desta dimensão. Isto porque, ou são fatores bastante simples ou muito complexos. Os itens I34, I39, I37, I40 e I41 são fatores considerados muito simples de serem atendidos.

Portanto, observou-se uma grande facilidade em a empresa possuir plano de remuneração e incentivo para gestores (item I34). Alinhado a este mecanismo o item I37 indica também facilidade no atendimento do fator de incentivo à maximização de valor da empresa. Em um ambiente de agência estes mecanismos são vitais para que se tenha o alinhamento de interesses entre o gestor (agente) e o acionista (principal).

Raramente as empresas apresentaram dispersão de suas atuações em negócios alheios a seu principal foco de negócio. Assim, houve a confirmação, por meio do item I39, de que as empresas possuem em sua maioria (cerca de 81%) uma clara definição de seus principais negócios. Este resultado denota que, dificilmente as empresas avaliadas seguem caminhos de negócios que não possuem qualquer ligação com sua atividade fim.

Verificou-se também que, a maioria das empresas possuía em seus Relatórios Anuais uma seção para apresentação de suas iniciativas e práticas de aplicação de princípios de GC (item I40). Observou-se inclusive que, nos relatórios desenvolvidos nos padrões GRI ou IIRC esta seção era apresentada por todas as empresas.

Outra prática aplicada pelas empresas, não em volume tão expressivo, mas que reflete no coeficiente de dificuldade do item I41, foi o respeito aos limites de fluxo de caixa para realização de aplicações em investimentos. Aproximadamente 65% das empresas respeitaram este limite. Sob o ponto de vista da responsabilidade da gestão perante aos acionistas, isto pode ser percebido como uma prática positiva, desde que não comprometa o crescimento da empresa. Por se tratar de uma escolha passível de críticas e discussões, sobre investir ou não, acima dos níveis de fluxo de caixa, foi um item que se dividiu quase que de maneira equânime entre empresas que atenderam e não atenderam ao item.

Prática que apresentou coeficiente praticamente nulo, nem muito fácil, nem muito complexo foi o estabelecimento de uma estrutura formal de controles internos e/ou de gerenciamento de riscos (item I35). Atender a este item pode ser considerado relativamente simples. Entretanto, atender de maneira voluntária é um aspecto muito difícil, segundo os resultados do item I36. Praticamente metade das empresas possuem modelos COSO, COSO ERM, entre outros, no entanto, foi possível perceber que eram na maioria empresas emissoras de ADRs e que, portanto, estavam sujeitas às determinações da SOX. Somente 13% das empresas analisadas possuíam estes controles estabelecidos de maneira voluntária.

Por fim, o item mais difícil de ser atendido nesta dimensão foi ter uma declaração de missão que estabeleça uma prioridade para práticas de GC (I38). Apenas uma empresa tinha a GC integrada à sua missão. Isto pode ser explicado pelo fato de as empresas, sobretudo as brasileiras, priorizarem a qualidade e a lucratividade de seus produtos, a satisfação de seus clientes, entre outras prioridades, e não terem foco em seus investidores do mercado de capitais. Cabe salientar que, estes

investidores aplicam seus recursos nas empresas e que, por se tratarem de companhias com ações negociadas em bolsa, estas dependem destes investidores para o alcance de suas metas e objetivos.

Na Tabela 16 são apresentados os resultados do coeficiente de dificuldade da dimensão “Evidenciação e *accountability*”.

Tabela 16 – Dificuldade de atendimento dos mecanismos (itens) da dimensão “Evidenciação e *accountability*”

<b>Itens</b>	<b>Questão</b>	<b>Threshold (b)</b>	<b>E.P.</b>
I52	A empresa informa sobre as assembleias de acionistas próximas e concluídas?	-5,1476	2,142
I56	As declarações de dividendos estão disponíveis aos acionistas?	-2,9955	1,084
I44	Os relatórios anuais da empresa estão disponíveis?	-2,7252	0,972
I48	A empresa fornece detalhes sobre responsabilidade social corporativa?	-2,2971	0,816
I50	A empresa fornece detalhes sobre avaliação de crédito?	-2,1700	0,756
I49	O site de Relações com Investidores (RI) da empresa possui seção que contemple informações de GC?	-1,4182	0,514
I55	A empresa possui canal para apresentação de denúncias?	-1,0117	0,470

Fonte: Dados da pesquisa (2018).

Os resultados apresentados para esta dimensão reforçam a noção de que as empresas têm conseguido cada vez mais prover informações para os usuários interessados por elas. Todos os itens foram considerados muito fáceis. Ou seja, possuem baixos coeficientes de dificuldade. Destaque para as informações que são disponibilizadas nos *websites* de Relações com Investidores. Agendas e cronogramas de atividades de investidores (item I52) foi o item mais facilmente atendido. Este fator permite aos acionistas e potenciais investidores um planejamento para participarem de apresentações de resultados, que os acionistas possam se preparar para participarem das assembleias e conferências, entre outros eventos.

A disponibilização das declarações de dividendos (item I56), que permite um maior acompanhamento dos proventos obtidos com o investimento acionário, a publicação dos Relatórios Anuais (item I44), evidenciação de detalhes acerca das práticas de responsabilidade corporativa (item I48) e dos *ratings* de avaliações de crédito (item I50)

também são fatores com baixo nível de dificuldade de atendimento por parte das empresas. Com a popularização da *internet* e de outros recursos tecnológicos, este canal de relações com investidores tem se tornado cada vez mais relevante para o fornecimento de informações aos interessados.

Muitos *websites* de relações com investidores também dedicam espaço à divulgação de suas práticas de GC (item I49). Isto denota que, as empresas têm se demonstrado cada vez mais propensas a adotar práticas efetivas de GC e evidenciá-las, para que os usuários de suas informações, especialmente investidores e potenciais investidores, possam conhecer suas práticas e mecanismos de defesa dos interesses de acionistas e demais *stakeholders*.

Por fim, o resultado do item I55 indica que, apesar de ser um elemento atendido por mais da metade das empresas (65%), o canal de denúncias é, dentre todos os mecanismos que compõem a dimensão, o menos simples de ser adotado pelas empresas. No estudo deste fator foram observados canais de denúncias e ouvidoria que permitem o anonimato do denunciante e outras estratégicas capazes de preservar e estimular o relato de casos de irregularidades, sobretudo de descumprimento de legislações, normas e códigos de conduta das empresas.

A penúltima dimensão estudada foi “Auditoria”. Os resultados dos coeficientes de dificuldade das questões que compõem esta dimensão são divulgados na Tabela 17.

Tabela 17 – Dificuldade de atendimento dos mecanismos (itens) da dimensão “Auditoria”

<b>Itens</b>	<b>Questão</b>	<b>Threshold (b)</b>	<b>E.P.</b>
I64	A empresa possui uma política formal para troca de auditores?	3,0759	1,091
I62	O contrato dos auditores foi ratificado na última reunião anual?	4,2501	1,695

Fonte: Dados da pesquisa (2018).

Dos itens que compuseram a análise desta dimensão, os dois se referem a aspectos que podem influenciar diretamente na independência das firmas de auditoria. São itens de destaque, difíceis de serem atendidos pelas empresas e que guardam relação direta com o processo de contratação, manutenção e substituição dos auditores. O primeiro item mais difícil de ser observado é a ratificação do contrato dos

auditores na última reunião anual (item I62). Isto porque, quando observados os relatórios de fato relevante das empresas divulgados na CVM e no *website* da B3, o que se nota é a evidenciação de informações somente de quando a empresa decide destituir seus auditores.

O segundo item, com menor dificuldade, quando comparado ao primeiro, mas também difícil de ser atendido é a adoção de uma política formal para troca de auditores (item I64). Normalmente, as empresas acabam seguindo apenas a exigência de realização do rodízio obrigatório de seus auditores dentro do prazo estabelecido por normatização da CVM. Somente três empresas avaliadas possuíam uma política que previa a sucessão de seus auditores, independentemente de serem exigidas formalmente.

A última dimensão estudada foi “*Stakeholders*” e os resultados obtidos são demonstrados na Tabela 18.

Tabela 18 – Dificuldade de atendimento dos mecanismos (itens) da dimensão “*Stakeholders*”

Itens	Questão	Threshold (b)	E.P.
I68	A empresa oferece um programa de opções de ações para funcionários ou outro plano de incentivo de longo prazo para empregados associados à criação de valor para os acionistas e para os funcionários?	-2,5802	0,963
I65	A empresa menciona explicitamente a segurança e o bem-estar de seus empregados?	-2,1476	0,808
I67	A empresa evidencia formalmente, no padrão GRI ou IIRC, as questões ambientais e sociais em suas comunicações públicas?	-1,8542	0,601
I66	A empresa menciona explicitamente o papel das principais partes interessadas, tais como clientes ou a comunidade em geral (credores ou fornecedores)?	-1,5743	0,557

Fonte: Dados da pesquisa (2018).

Assim como a dimensão de “Evidenciação e *accountability*”, a dimensão “*Stakeholders*” é composta por fatores relativamente fáceis de serem atendidos pelas empresas. Os motivos são bastante similares aos observados na dimensão de “Evidenciação e *accountability*”. Além da concessão de planos de ações aos altos executivos da companhia, o oferecimento de opções de ações aos demais funcionários (item I68) é algo com baixo nível de dificuldade, se comparado aos demais itens das outras dimensões que foram considerados difíceis de serem atendidos.



Em meio a algumas empresas, que somente atendiam aos aspectos legais de saúde e segurança do trabalho, ainda há empresas que se preocupam com o bem-estar e oferecem outros benefícios não obrigatórios a seus colaboradores (item I65). Estímulo a prática de esportes, lazer e outras vantagens relacionadas à formação de filhos são casos observados e que se refletem nos níveis encontrados de baixa dificuldade deste item ter sido atendido pelas empresas.

Fator também de baixa dificuldade, mas não tão fácil quanto aos demais desta dimensão foi a evidenciação de Relatórios Anuais nos padrões GRI ou IIRC (item I67). Embora aproximadamente 80% das empresas tenham atendido a este item, ele consiste em uma iniciativa que presume a existência de uma visão ampla, que busca melhorias no fornecimento de informações aos diferentes usuários. Necessita de empenho por parte da alta gestão, dos órgãos de monitoramento, como o Conselho de Administração e os comitês de auditoria e sustentabilidade, bem como de todas as pessoas que fazem parte da empresa.

Por fim, o fator (item) com menor grau de facilidade encontrado foi representado pelo item (I66) que avalia se a empresa enfatiza o papel das principais partes interessadas, tais como clientes ou a comunidade em geral. Estas partes interessadas são relevantes para os propósitos da empresa e por interagirem com a mesma em suas atividades, a definição destes papéis é primordial. Sob a visão de *nexus* de contratos da Teoria da Agência, utilizada nesta Tese, as interações entre estes *stakeholders* e a empresa contribuem com suas operações, o que resulta no alcance de suas metas.

Observou-se, com base neste tópico, que a dificuldade relativa a cada um dos fatores expressos pelos itens avaliados varia bastante em termos de dificuldade. São dimensões cuja dificuldade dos itens é bastante alta e também dimensões compostas por itens muito fáceis de serem atendidos. Os resultados apontam que o atendimento dos fatores das dimensões “Evidenciação e *accountability*” e “*Stakeholders*” é considerado fácil. A dificuldade de atendimento dos fatores de GC se concentra, sobretudo, nas dimensões de “Auditoria”, “Estrutura de Propriedade”, “Gestão” e “Conselho de Administração”.

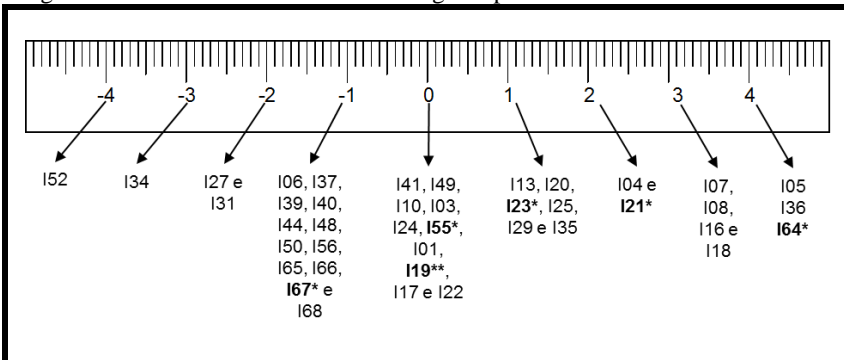
Com base nestes parâmetros, a mensuração realizada nesta Tese permite a atribuição de *scores* diferentes para itens fáceis e difíceis de serem adotados pelas empresas. No próximo tópico é apresentada uma visão sobre como estes parâmetros interferem no posicionamento dos fatores em uma escala de mensuração.

#### 4.1.4 Escala de mensuração dos fatores (itens)

A partir dos resultados encontrados de coeficiente de discriminação (tópico 4.1.2), medido por *Slope* (a), e de dificuldade (tópico 4.1.3), expresso por *Threshold* (b), neste tópico os fatores que compõem as seis dimensões são posicionados em uma mesma escala de mensuração (um mesmo *continuum*) em que é possível observar qual a capacidade exigida de cada empresa para que possa ter uma maior probabilidade de atenderem aos itens referidos.

Na Figura 14 são apresentados os itens posicionados na escala, de acordo com o nível de GC requerido para que as empresas possam ter uma maior probabilidade de atenderem aos fatores que compõem as dimensões de GC.

Figura 14 – Escala dos Níveis de GC exigidos para atendimento dos itens



Nota: \* Item quase âncora; \*\* Item âncora.

Fonte: Dados da pesquisa (2018).

Os fatores de GC foram posicionados em uma mesma escala, o que permite, sobretudo, a comparação entre itens de diferentes dimensões. Com isto, é possível inclusive estabelecer relações de equivalência entre fatores e dimensões.

A escala tem como pressuposto a cumulatividade. Isto implica em afirmar que a escala indica, em cada um de seus níveis, quais os itens que as empresas têm maior probabilidade de atender. Pelo aspecto da cumulatividade, empresas posicionadas em níveis mais altos da escala têm a capacidade, expressa pela probabilidade de atendimentos dos itens daquele nível, de atender aos itens que estão posicionados neste nível, bem como os itens posicionados nos níveis anteriores da escala. Dito de outra forma, empresas que atendem aos itens do nível 1, por exemplo,

têm também uma maior probabilidade de atendimento dos itens dos níveis 0, -1, -2, -3 e -4.

Além disto, sob o ponto de vista do conhecimento gerado acerca das dimensões e fatores de GC, é possível estabelecer uma avaliação das características requeridas para enquadramento nos diferentes níveis de GC. No Quadro 28 são apresentadas as características requeridas para atendimento dos fatores de GC.

Quadro 28 – Características requeridas para atendimento dos fatores de GC

Nível	Item	Características
-4,0	I52	Este fator exige apenas que a empresa tenha em seu <i>website</i> de relações com investidores a apresentação de uma agenda ou calendário atualizado com as datas das assembleias e eventos relacionados à participação dos acionistas a serem realizados, bem como com a finalização daquelas que já ocorreram. Compreende não apenas possuir esta agenda ou calendário, mas mantê-los atualizados para que os acionistas possam se programar para participar. De acordo com Al-Malkawi, Pillai e Bhatti (2014), isto permite aos acionistas uma preparação para participarem e aumenta a participação nas assembleias.
-3,0	I34	Para que este fator seja atendido, é preciso que a empresa possua iniciativa e planejamento para proposição de remuneração e incentivo a seus gestores. Connelly, Limpaphayom e Nagarajan (2012) consideram que este fator permite alinhar interesses entre gestores (agente) e acionistas (principal). Requer que a empresa formalize um plano de remuneração e incentivo para seus gestores. Para isto, é preciso que sejam previamente estabelecidos os critérios aplicáveis (direitos e obrigações) para que os gestores façam jus ao recebimento dos incentivos e proventos relativos à efetividade de suas atuações. Este plano deve ser aprovado pela assembleia de acionistas e, portanto, exige que se tenha um estudo das condições que ajudem a refletir no alinhamento de interesses entre agente e principal.

Nível	Item	Características
-2,0	I27	Devido às diferentes formas de configuração de um Conselho de Administração, sobretudo pelas diferenças de tamanho das empresas, a quantidade de conselheiros tende a variar. Al-Malkawi, Pillai e Bhatti (2014) consideraram como um tamanho do Conselho de Administração ideal entre 5 e 11 membros. Neste item, as empresas devem observar que a quantidade de conselheiros deve permitir a participação suficiente de membros para exercício das funções de monitoramento das ações do agente (no mínimo 5 conselheiros). No entanto, esta quantidade deve se limitar a uma quantidade máxima, de modo a evitar a nomeação indiscriminada de conselheiros (até 11 membros). A configuração dentro destes parâmetros permite que não haja excesso de membros e nem a falta dos mesmos.
	I31	À medida que são nomeados os conselheiros, é preciso acompanhar se estes, de fato, estão imbuídos da realização de um efetivo monitoramento. Que não estejam dispersando seus esforços atendendo a Conselhos de Administração de muitas outras empresas. Al-Malkawi, Pillai e Bhatti (2014) têm como referência a participação não superior a 10 conselhos de outras empresas. Este requisito compreende estimular que os conselheiros se concentrem apenas na atuação no Conselho de Administração da própria empresa (ou de poucas empresas) e buscar substituí-los em caso de estarem atuando em muitos conselhos diferentes, o que pode ser prejudicial às suas atribuições fiscalizatórias.
-1,0	I06	Este fator possui um grau de exigência maior. Requer que uma parcela relevante das ações ordinárias das empresas esteja distribuída entre diferentes acionistas. De acordo com Chen <i>et al.</i> (2007), o padrão de referência é que o somatório das ações com direito a voto dos cinco principais acionistas seja superior a 10%. Empresas que possuem elevada concentração de direitos de controle em um ou poucos acionistas têm muita dificuldade em atender a este item, pois requer que os controladores cedam e aceitem uma maior participação de diferentes investidores. Isto implica em uma redução do poder deliberativo do controlador e, conseqüentemente, na divisão da capacidade de decisão.

Nível	Item	Características
	I37	Para atendimento deste fator é preciso além de uma iniciativa de alinhamento de interesses entre agente principal (plano de remuneração avaliado no item I34), também um incentivo para a maximização de valor para a firma, por meio de outras estratégias. Requer que as decisões sejam tomadas no sentido de permitir a continuidade e o crescimento da riqueza da empresa. Além da maximização da riqueza da empresa, isto permite a maximização dos benefícios de seus acionistas. As atitudes devem ser pautadas pela busca de retorno com um crescimento constante da empresa (CONNELLY; LIMPAPHAYOM; NAGARAJAN, 2012). Este incentivo se combina com a existência de um efetivo plano de remuneração e com uma visão prospectiva da atuação da companhia ao longo do tempo.
	I39	Para que haja alinhamento de interesses (plano de remuneração avaliado no item I34), além de um incentivo à maximização de valor da empresa (item I37) é preciso que se estabeleça claramente e formalmente os principais negócios da companhia. Klapper e Love (2004) consideram este fator como relevante na avaliação de níveis de GC. A congregação das características compreendidas por este conjunto de fatores permite a ligação entre a definição dos negócios primordiais da empresa e o crescimento do valor, tanto da empresa, como de seus investidores.
	I44	Para atendimento a este fator requer-se que a empresa elabore e disponibilize seus Relatórios Anuais. Para Al-Malkawi, Pillai e Bhatti (2014), a elaboração e apresentação de Relatórios Anuais aos usuários das informações prestadas pelas empresas contribuem com o papel de monitoramento das ações do gestor (agente), frente ao capital fornecido pelo acionista (principal).
	I40	Este fator exige que, na geração de informações para composição do Relatório Anual da empresa, haja uma seção dedicada ao desempenho da empresa na implementação de princípios de GC. Neste sentido, não basta que a empresa apresente informações básicas como os nomes de seus conselheiros, diretores, e também sobre seu enquadramento nos NDGC da B3. É preciso que ela evidencie suas atitudes e práticas para efetivo atendimento aos mais elevados padrões de GC. Requer que ela demonstre o que foi (e está sendo) desenvolvido para que se tenha maior proteção aos direitos e interesses dos investidores e demais partes interessadas. De acordo com Klapper e Love (2004), esta informação possibilita aferir o grau de envolvimento das empresas com a GC.

Nível	Item	Características
	I48	As empresas que atendem a este fator, além de publicarem seus relatórios, têm também a iniciativa de fornecerem detalhes sobre responsabilidade social corporativa. Al-Malkawi, Pillai e Bhatti (2014) explicam que este tipo de empresa possui maior envolvimento com seus <i>stakeholders</i> e evidenciam suas ações em prol da sustentabilidade.
	I50	Este fator exige que as empresas deste nível promovam também a divulgação dos <i>ratings</i> de avaliação de crédito em seus <i>websites</i> de relações com investidores. Esta iniciativa é vista por Al-Malkawi, Pillai e Bhatti (2014) como uma estratégia para que os investidores e potenciais investidores possam acompanhar a evolução da imagem da empresa perante o mercado.
	I56	Para atendimento a este fator as empresas têm de publicar as declarações de dividendos aos acionistas e demais partes interessadas. Com esta informação, os acionistas e demais partes interessadas podem acompanhar a distribuição dos resultados gerados pela companhia e subsidiar decisões acerca da continuidade do investimento ou necessidade de diversificação (AL-MALKAWI; PILLAI; BHATTI, 2014).
	I65	Neste nível as empresas têm uma maior capacidade de estabelecer práticas para beneficiar seus empregados. Para Cheung <i>et al.</i> (2008), as empresas que atendem a este fator demonstram apreço e estimulam a segurança e o bem-estar de seus empregados.
	I66	Este fator exige que as empresas mencionem explicitamente o papel das principais partes interessadas, tais como clientes ou a comunidade em geral (credores ou fornecedores). Cheung <i>et al.</i> (2008) explicam que estas empresas buscam o alinhamento dos papéis contratuais das diferentes partes interessadas envolvidas com a empresa.
	I67	As empresas deste nível, além de publicarem seus relatórios normalmente, evidenciam formalmente, no padrão GRI ou IIRC, as questões ambientais e sociais em suas comunicações públicas. De acordo com Cheung <i>et al.</i> (2008), estas empresas oferecem informações mais relevantes e confiáveis a seus usuários em termos de evidenciações obrigatórias e não obrigatórias.

Nível	Item	Características
	I68	Este fator requer que a empresa estenda o plano de remuneração e incentivo aos demais colaboradores, por meio de um programa de opções de ações voltado aos funcionários ou outro plano de incentivo de longo prazo para empregados. Cheung <i>et al.</i> (2008) explicam que a adoção destes planos está associada à criação de valor para os acionistas e também para os colaboradores.
0,0	I01	O atendimento deste fator exige a participação de ao menos um investidor institucional externo com pelo menos 5% de participação. É um fator que depende, em muito, de a empresa ser escolhida, dentre todas as empresas disponíveis no mercado, por um investidor institucional. Não depende apenas de a empresa se apresentar atraente ao investidor, mas também das expectativas por ele formadas acerca do investimento realizado.
	I03	As empresas que estão neste nível devem também oferecer a seus acionistas o direito equilibrado de votos. Nesta perspectiva há uma maior equidade entre os direitos dos investidores, pois cada ação emitida pela empresa dá o direito a um voto nas deliberações da companhia. De acordo com Cheung <i>et al.</i> (2008), esta iniciativa permite um tratamento mais justo e igualitário àqueles que confiam seus recursos à empresa.
	I10	As empresas enquadradas neste nível fazem parte de um grupo econômico. Neste grupo, o controlador também controla os principais fornecedores, clientes e/ou empresas similares. Cheung <i>et al.</i> (2008) mencionam que trata-se de um fator expresso por um item que representa também a decisão de agregar, por meio de um grupo econômico, os diferentes estágios da cadeia de valor da companhia.
	I17	Este fator exige que além dos princípios seguidos, a empresa evidencie suas orientações e políticas de GC. Ammann, Oesch e Schmid (2011) consideram este fator como uma forma de aumento da transparência acerca da aplicação dos mecanismos de GC.
	I19	As empresas que atendem a este fator possuem em sua estrutura de GC a constituição formal de um Comitê de Auditoria. Isto representa, de acordo com Al-Malkawi, Pillai e Bhatti (2014), a iniciativa de aprimorar o monitoramento nas estruturas de GC. Este fator possibilita ganhos de qualidade às funções do Conselho de Administração e oferece melhorias também às auditorias realizadas nas empresas.

Nível	Item	Características
	I22	Além de possuírem Comitê de Auditoria, as empresas que atendem a este fator possuem membros com <i>expertise</i> em contabilidade ou finanças. Balasubramanian, Black e Khanna (2010) consideram as empresas com esta característica como detentoras de uma maior capacidade de aplicação efetiva do Comitê de Auditoria no assessoramento do Conselho de Administração e no acompanhamento dos trabalhos de auditoria.
	I24	Este fator requer também que as empresas tenham comitês de remuneração em sua estrutura de GC. Segundo Al-Malkawi, Pillai e Bhatti (2014), este comitê oferece contribuição ao Conselho de Administração para aprimoramento das práticas de remuneração na empresa.
	I41	As empresas situadas neste nível atendem a um fator de responsabilidade dos gestores, em que não se façam investimentos superiores ao fluxo de caixa que a empresa consiga gerar internamente. Klapper e Love (2004) consideram esta medida como fundamental para o bem estar financeiro da empresa e de seus acionistas.
	I49	Este fator exige que as empresas apresentem uma seção com informações de GC em seu <i>website</i> de Relações com Investidores (RI). Al-Malkawi, Pillai e Bhatti (2014) explicam que esta medida torna mais facilitado o acesso dos interessados às informações de governança das empresas.
	I55	As empresas que atendem a este fator disponibilizam aos <i>insiders</i> e <i>outsiders</i> um canal para apresentação de denúncias relacionadas ao atendimento ao código de conduta e ética da companhia. A este respeito, Al-Malkawi, Pillai e Bhatti (2014) consideram este fator como algo indispensável ao cumprimento dos padrões de conduta definidos pela empresa em seus códigos de ética.
+1,0	I13	As empresas enquadradas neste nível de GC fornecem detalhes sobre a atuação e frequência dos conselheiros em reuniões do Conselho de Administração. Esta informação é considerada por Al-Malkawi, Pillai e Bhatti (2014) como essencial para o acompanhamento da efetividade das funções de monitoramento exercidas pelos conselheiros de administração.



Nível	Item	Características
	I20	Neste nível, além de as empresas possuírem comitês de auditoria, há a exigência de que este comitê seja composto por pelo menos três membros. Balasubramanian, Black e Khanna (2010) consideram que a efetividade do comitê de auditoria depende, na maior parte dos casos, da presença de uma quantidade mínima de membros. Muitas questões tratadas por este órgão demandam reflexões e discussões. Por este motivo, comitês de auditoria constituídos com ao menos três membros oferecem uma maior qualidade no monitoramento que compõe as estruturas de governança das empresas.
	I23	Para atendimento a este fator é requerido que as empresas possuam, dentre as demais características, também o comitê de nomeação em suas estruturas de GC. Não basta terem o comitê de auditoria, composto com as características apresentadas nos itens anteriores, tampouco terem apenas o comitê de remuneração. A efetividade do Conselho de Administração é maior em empresas que também possuem comitês de nomeação (AL-MALKAWI; PILLAI; BHATTI, 2014).
	I25	Este fator exige que as empresas possuam também o comitê de gestão de riscos em suas estruturas de GC. Empresas que possuem comitês de gestão de riscos são mais bem assessoradas e possuem estruturas de GC mais robustas (AL-MALKAWI; PILLAI; BHATTI, 2014).
	I29	Os Conselhos de Administração das empresas situadas neste nível precisam ter pelo menos 1/3 de membros efetivos independentes. A independência é uma característica fundamental para que os conselheiros tenham a imparcialidade necessária para monitorar as atitudes dos gestores (AL-MALKAWI; PILLAI; BHATTI, 2014).
	I35	A gestão das empresas posicionadas neste nível precisa possuir uma estrutura formal de controles internos e/ou de gerenciamento de riscos estabelecida. Segundo Farag, Mallin e Ow-Yong (2014), as estruturas de GC destas empresas oferecem maior proteção aos interesses dos investidores, tais como a salvaguarda de ativos e outros benefícios.
+2,0	I04	Empresas estabelecidas neste nível atendem ao fator de possuírem um total de participações de <i>blockholders</i> superior a 25%. Similarmente ao que foi observado no item I01, seu atendimento depende também das expectativas formadas pelo investidor acerca do investimento realizado.

Nível	Item	Características
	I21	Neste nível é exigido, além da constituição de comitês de auditoria, que estes sejam compostos integralmente por membros independentes. Assim como a independência dos conselheiros, a independência dos membros do comitê de auditoria é necessária para um efetivo desempenho das funções de monitoramento deste órgão (CHUNG; ELDER; KIM, 2010).
+3,0	I07	Este fator requer que as decisões de remuneração de conselheiros ou executivos sejam aprovadas anualmente pelos acionistas. Cheung et al. (2008) consideram que com esta medida, os conselheiros ou executivos tenham maiores incentivos para permanecerem engajados com a gestão e o controle da empresa. Estruturas de GC que contemplam este requisito são mais fortalecidas e permitem uma maior mitigação do problema de agência.
	I08	As empresas situadas neste nível oferecem alternativas que facilitem a realização de votações e participação em assembleias. De acordo com Cheung et al. (2008), esta iniciativa estende o direito de participação nas decisões das empresas a acionistas que não possam estar presentes nas assembleias.
	I18	Para atendimento a este fator é exigido que o conselho de administração ou algum outro comitê de assessoramento seja responsável pelo planejamento de sucessão do CEO. Farag, Mallin e Ow-Yong (2014) consideram que esta prática possibilita uma transição mais suave na troca de comando da empresa. Com isto, as estruturas de GC destas empresas se tornam mais fortes.
	I16	Para que este fator seja atendido é necessário que o desempenho do conselho de administração seja avaliado periodicamente. Ammann, Oesch e Schmid (2011) mencionam que, com isto, torna-se mais difícil a ocorrência de problemas relacionados à perda de incentivos para controlar a atuação dos gestores nas empresas. Os conselheiros devem estar engajados e buscar, constantemente, exercer com competência suas funções na estrutura de governança da empresa.
+4,0	I05	Este fator requer que a participação de executivos e conselheiros seja de no mínimo 1%, mas não mais que 30% do total de ações em circulação. Segundo Beiner <i>et al.</i> (2006), a participação de executivos e conselheiros na composição acionária é benéfica por permitir um alinhamento mais harmônico entre principal e agente. Quando gestores (agentes) passam a serem acionistas, o que se percebe é que estes passam a agir com um comportamento bastante próximo ao de principal.

Nível	Item	Características
	I36	O atendimento a este fator está condicionado a voluntariedade no estabelecimento de estruturas de controles internos e/ou de gerenciamento de riscos corporativos. Farag, Mallin e Ow-Yong (2014) explicam que as empresas que agem desta forma não buscam apenas atender a uma exigência que lhes é imposta, buscam de fato, fortalecer suas estruturas de GC e alcançar uma maior capacidade de mitigação do problema entre principal e agente.
	I64	As empresas que atendem a este fator possuem políticas formais para troca de seus auditores independentes. Não se restringem a atender apenas ao rodízio obrigatório requerido pela CVM. Segundo Beiner <i>et al.</i> (2006), esta prática aumenta a independência dos auditores e os protege contra medidas que interfiram em sua propensão a relatar não conformidades encontradas durante a realização de seus trabalhos. As regras formais para troca de auditores ajudam a evitar casos de troca de auditor após o recebimento de pareceres modificados ou por outros motivos alheios ao contrato firmado entre empresa e auditor.

Fonte: Dados da pesquisa (2018).

Após o posicionamento dos itens na escala de mensuração, foi possível mensurar também o nível de GC para cada uma das empresas avaliadas. No próximo tópico é apresentada a mensuração dos níveis de GC.

#### 4.2 MENSURAÇÃO DOS NÍVEIS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

A mensuração dos níveis de GC foi realizada por meio de *scores* que medem a pontuação obtida pelas empresas, em relação aos fatores examinados. Esta etapa corresponde ao objetivo específico “b” que é “mensurar os níveis de GC das empresas a partir de dimensões e fatores de GC”. Este *score* é expresso pelo coeficiente  $\theta_1$  mencionado no construto da pesquisa (tópico 3.4). Além da mensuração por meio de *score* é apresentado no Quadro 29 o critério de classificação em categorias de níveis de GC adotado.

Quadro 29 – Classificação em categorias de níveis de GC

<b>Categoria</b>	<b>Quartil</b>	<b>Faixa</b>	<b>Limite <math>\theta_1</math></b>
Nível A	Quarto	76% a 100%	1,817265
Nível B	Terceiro	51% a 75%	0,597145
Nível C	Segundo	26% a 50%	0,0077415
Nível D	Primeiro	0% a 25%	-0,567811

Fonte: Dados da pesquisa (2018).

Os resultados encontrados, acerca do nível de GC das empresas para o ano de 2016, são apresentados na Tabela 19.

Tabela 19 – Níveis de GC das empresas para o ano de 2016

<b>Empresa</b>	<b>Itens</b>	<b>Atendidos</b>	<b>% T.C.</b>	<b><math>\theta_1</math></b>	<b>E.P.</b>	<b>Categoria</b>	<b>NDGC</b>
CCRO	44	35	79,55	1,817	0,520	Nível A	NM
BRFS	44	34	77,27	1,483	0,478	Nível A	NM
FIBR	44	32	72,73	1,367	0,466	Nível A	NM
ESTC	44	33	75	1,344	0,465	Nível A	NM
NATU	44	34	77,27	1,302	0,464	Nível A	NM
EMBR	44	32	72,73	1,256	0,466	Nível A	NM
ECOR	44	33	75	1,243	0,466	Nível A	NM
LREN	44	32	72,73	1,153	0,474	Nível A	NM
JBSS	44	31	70,45	1,024	0,484	Nível A	NM
RENT	44	30	68,18	0,857	0,481	Nível A	NM
ENBR	44	30	68,18	0,778	0,469	Nível A	NM
PETR	44	29	65,91	0,769	0,468	Nível A	MT
MRFG	44	30	68,18	0,602	0,425	Nível A	NM
KROT	44	29	65,91	0,532	0,407	Nível B	NM
CPFE	44	32	72,73	0,523	0,405	Nível B	NM
SBSP	44	28	63,64	0,484	0,398	Nível B	NM
USIM	44	26	59,09	0,403	0,398	Nível B	N1
VIVT	44	25	56,82	0,320	0,413	Nível B	MT
CSAN	44	26	59,09	0,269	0,426	Nível B	NM
CMIG	44	26	59,09	0,264	0,428	Nível B	N1
PCAR	44	25	56,82	0,183	0,447	Nível B	N1
GOAU	44	28	63,64	0,014	0,466	Nível B	N1
EQTL	44	24	54,55	0,002	0,466	Nível C	NM
QUAL	44	24	54,55	-0,163	0,443	Nível C	NM
MRVE	44	27	61,36	-0,193	0,435	Nível C	NM
TIMP	44	22	50	-0,216	0,428	Nível C	NM
ELET	44	25	56,82	-0,273	0,408	Nível C	N1
CPLE	44	19	43,18	-0,355	0,380	Nível C	N1
SUZB	44	23	52,27	-0,356	0,380	Nível C	N1

<b>Empresa</b>	<b>Itens</b>	<b>Atendidos</b>	<b>% T.C.</b>	<b><math>\theta_1</math></b>	<b>E.P.</b>	<b>Categoria</b>	<b>NDGC</b>
HYPE	44	21	47,73	-0,402	0,369	Nível C	NM
UGPA	44	24	54,55	-0,414	0,367	Nível C	NM
VALE	44	24	54,55	-0,498	0,371	Nível C	N1
LAME	44	22	50	-0,599	0,403	Nível D	N1
KLBN	44	23	52,27	-0,683	0,432	Nível D	N2
ABEV	44	22	50	-0,729	0,445	Nível D	MT
EGIE	44	22	50	-0,737	0,447	Nível D	NM
RADL	44	22	50	-0,810	0,462	Nível D	NM
CYRE	44	20	45,45	-0,982	0,468	Nível D	NM
RAIL	44	18	40,91	-1,078	0,456	Nível D	NM
MULT	44	18	40,91	-1,171	0,438	Nível D	N2
WEGE	44	17	38,64	-1,377	0,422	Nível D	NM

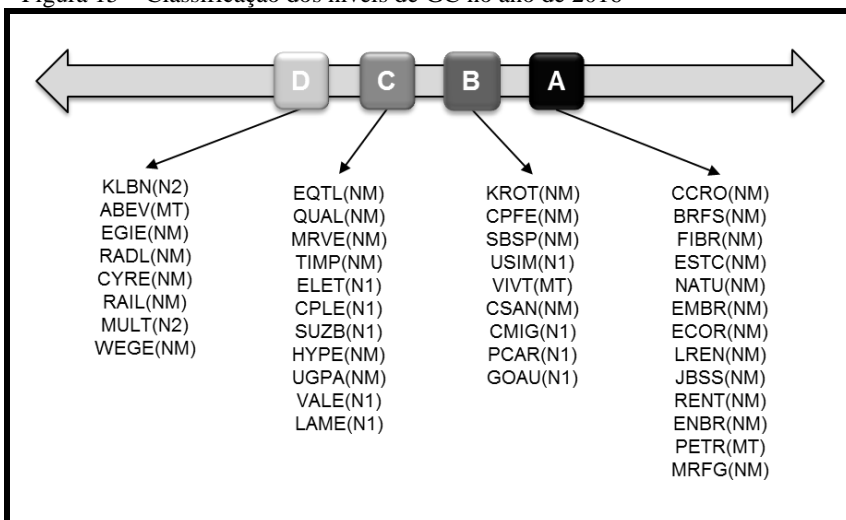
Fonte: Dados da pesquisa (2018).

Estes resultados descrevem o desempenho das empresas em relação a seus níveis de GC. Os principais coeficientes são o percentual de itens atendidos (% T.C), segundo a Teoria Clássica dos Testes (TCT) e o nível de GC ( $\theta_1$ ) estimado por meio da Teoria de Resposta ao Item (TRI). Além dos coeficientes é possível comparar na última coluna o enquadramento das empresas, conforme a metodologia adotada pela B3 para o estabelecimento de seus Níveis Diferenciados de GC (NDGC).

O que se pode observar com a estimação realizada é que, os resultados alcançados permitem uma classificação alternativa para diferenciação das empresas, no que tange aos seus níveis de GC. Os resultados chamam a atenção e revelam a possível existência de um reordenamento (reposicionamento) das empresas em relação a seus níveis de GC representados na B3.

Estas diferenças tornam-se mais nítidas quando as empresas são posicionadas em um *continuum* que as classifica em níveis A, B, C e D. Este posicionamento no ano de 2016 é apresentado na Figura 15.

Figura 15 – Classificação dos níveis de GC no ano de 2016



Fonte: Dados da pesquisa (2018).

Algumas empresas de níveis inferiores na classificação da B3, como Mercado Tradicional, Nível 2 e Nível 1, apresentaram níveis equiparados a empresas de Novo Mercado (nível mais elevado dentro os NDGC). Este reposicionamento se deve à quantidade de requisitos avaliados por meio dos fatores e dimensões de GC adotados na pesquisa, bem como o reconhecimento das diferenças de capacidade de discriminação e de dificuldade apresentados por cada um destes itens.

Os resultados dos níveis de GC no ano de 2015 são apresentados na Tabela 20.

Tabela 20 – Níveis de GC das empresas para o ano de 2015

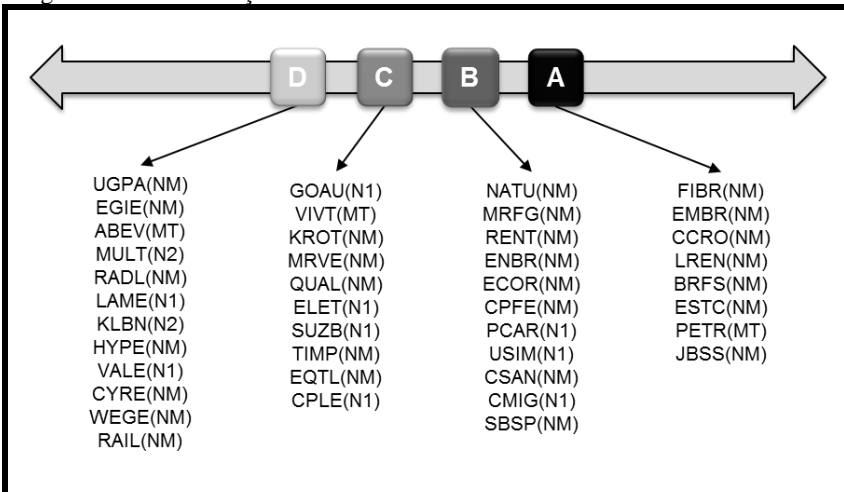
Empresa	Itens	Atendidos	% T.C.	$\theta_1$	E.P.	Categoria	NDGC
FIBR	44	32	72,73	1,329	0,464	Nível A	NM
EMBR	44	32	72,73	1,323	0,464	Nível A	NM
CCRO	44	30	68,18	1,177	0,471	Nível A	NM
LREN	44	31	70,45	1,168	0,472	Nível A	NM
BRFS	44	32	72,73	1,166	0,472	Nível A	NM
ESTC	44	30	68,18	0,912	0,485	Nível A	NM
PETR	44	28	63,64	0,648	0,438	Nível A	MT
JBSS	44	28	63,64	0,608	0,427	Nível A	NM
NATU	44	29	65,91	0,582	0,419	Nível B	NM
MRFG	44	29	65,91	0,469	0,397	Nível B	NM

<b>Empresa</b>	<b>Itens</b>	<b>Atendidos</b>	<b>% T.C.</b>	<b><math>\theta_1</math></b>	<b>E.P.</b>	<b>Categoria</b>	<b>NDGC</b>
RENT	44	27	61,36	0,416	0,397	Nível B	NM
ENBR	44	26	59,09	0,365	0,403	Nível B	NM
ECOR	44	26	59,09	0,297	0,419	Nível B	NM
CPFE	44	30	68,18	0,285	0,422	Nível B	NM
PCAR	44	25	56,82	0,257	0,429	Nível B	N1
USIM	44	24	54,55	0,223	0,438	Nível B	N1
CSAN	44	25	56,82	0,157	0,452	Nível B	NM
CMIG	44	23	52,27	0,043	0,466	Nível B	N1
SBSP	44	24	54,55	0,036	0,466	Nível B	NM
GOAU	44	26	59,09	-0,200	0,433	Nível C	N1
VIVT	44	20	45,45	-0,214	0,428	Nível C	MT
KROT	44	24	54,55	-0,267	0,411	Nível C	NM
MRVE	44	26	59,09	-0,277	0,407	Nível C	NM
QUAL	44	22	50	-0,316	0,393	Nível C	NM
ELET	44	24	54,55	-0,347	0,383	Nível C	N1
SUZB	44	21	47,73	-0,362	0,378	Nível C	N1
TIMP	44	20	45,45	-0,391	0,371	Nível C	NM
EQTL	44	20	45,45	-0,460	0,366	Nível C	NM
CPLE	44	17	38,64	-0,546	0,384	Nível C	N1
UGPA	44	22	50	-0,575	0,394	Nível D	NM
EGIE	44	22	50	-0,706	0,439	Nível D	NM
ABEV	44	21	47,73	-0,965	0,469	Nível D	MT
MULT	44	19	43,18	-1,100	0,452	Nível D	N2
RADL	44	19	43,18	-1,149	0,443	Nível D	NM
LAME	44	18	40,91	-1,208	0,431	Nível D	N1
KLBN	44	18	40,91	-1,282	0,421	Nível D	N2
HYPE	44	17	38,64	-1,318	0,420	Nível D	NM
VALE	44	17	38,64	-1,320	0,420	Nível D	N1
CYRE	44	17	38,64	-1,326	0,419	Nível D	NM
WEGE	44	15	34,09	-1,595	0,467	Nível D	NM
RAIL	44	11	25	-2,156	0,494	Nível D	NM

Fonte: Dados da pesquisa (2018).

Os resultados demonstram a classificação das empresas, de acordo com a mensuração utilizada neste estudo. Estes resultados, quando comparados com os NDGC da B3, indicam que a classificação das empresas se alterna. É possível observar empresas com baixos níveis de GC classificadas no Novo Mercado (NM). Empresas de Mercado Tradicional (MT), Nível 2 (N2) e Nível 1 (N1) se intercalam com empresas de Novo Mercado. Na Figura 16 é apresentada a classificação dos níveis de GC das empresas no ano de 2015.

Figura 16 – Classificação dos níveis de GC no ano de 2015



Fonte: Dados da pesquisa (2018).

Além da verificação de empresas de Novo Mercado posicionadas junto a empresas de níveis inferiores (Mercado Tradicional, Nível 1 e Nível 2), destaca-se a evolução de algumas empresas de um ano para o outro. Observou-se que, dentre as 41 empresas, 11 conseguiram aumentar suas classificações de GC de 2015 para 2016. Obviamente, como oito já estavam no Nível A, somente 33 puderam apresentar evolução em suas classificações. Houve, portanto, uma melhoria nas classificações de aproximadamente 33% das empresas. Foram constatadas melhora na classificação das empresas: Ecorodovias Infraestrutura e Logística S/A; EDP – Energias do Brasil S/A; Metalúrgica Gerdau S/A; Hypermercados S/A; Kroton Educacional S/A; Marfrig Global Foods S/A; Natura Cosméticos S/A; Localiza Rent a Car S/A; Ultrapar Participações S/A; Vale S/A; e, Telefonica Brasil S/A.

Estes resultados demonstram que, de fato, uma forma alternativa para classificar empresas, em função de seus níveis de GC, permite distinguir entre empresas com estruturas mais fortes ou menos fortes de GC. A mensuração ora apresentada contribui com esta questão. Leva em consideração a integração de diferentes fatores que compõem as seis dimensões estudadas de GC e permite uma visão dos diferentes mecanismos de GC. Esta estimativa, a partir dos 44 fatores de seis dimensões, foi denominada neste estudo como “estimativa completa” ou



“forward”. Outra estimação gerada no estudo se deu por meio dos determinantes dos níveis de GC e foi tratada como “estimação simplificada” ou “backward”. Esta estimação e o estudo dos Determinantes dos Níveis de GC são apresentados no próximo tópico.

#### 4.3 DETERMINANTES DOS NÍVEIS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

Os resultados gerados na etapa de mensuração dos níveis de GC (estimação completa), apresentada no tópico 4.2, permitem o estudo das relações entre o nível de GC e os determinantes dos níveis de GC. Estes determinantes dos níveis de GC possibilitam compreender o comportamento dos níveis de GC, ou seja, conhecer explicações para o fato de algumas empresas possuírem maior ou menor nível de GC, do que as demais. Dentre outras questões, permite também a estimação simplificada dos níveis de GC. O estudo desta relação corresponde ao objetivo específico “c” que é “examinar atributos contábeis e não contábeis como determinantes dos níveis de GC das empresas”.

A análise do relacionamento entre a variável dependente ( $\theta_1$  – Nível de GC) e as variáveis independentes (atributos contábeis e não contábeis) foi realizada por meio da Técnica de Estatística Multivariada de Regressão Linear Múltipla. Para isto, foi realizada inicialmente uma análise por meio de estatísticas descritivas apresentadas na Quadro 21.

Tabela 21 – Estatísticas descritivas das variáveis numéricas

Variáveis	N	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
$\theta_1$	82	,004075	,8632411	-2,1562	1,8173
INTANG	82	,221022	,2126109	,0005	,8504
Ln_ATT	82	17,0440	1,12508	15,05	20,62
OPINV	82	,054902	,0497570	-,1978	,1796
LEVER	82	,382620	,1555622	,0813	,7012
TLIST	82	20,5732	13,01569	2,00	48,00
CaixaATT	82	,0926	,06368	,00	,25

Fonte: Dados da pesquisa (2018).

Os resultados indicam que a amostra composta por 82 companhias possui empresas com diferentes características. O nível de GC ( $\theta_1$ ) varia entre valores negativos e positivos, para empresas com menor nível de GC e para empresas com níveis mais elevados, respectivamente. Sua média e desvio padrão seguem o padrão pretendido com o modelo de mensuração por meio dos 44 fatores

distribuídos em seis dimensões, que é uma média zero e um desvio padrão próximo de 1.

A amostra compreende empresas com baixíssima intangibilidade e alto grau de intangibilidade. Isto reforça a diferença a ser observada nos resultados em decorrência de um maior grau de ativos incorpóreos. Estes ativos podem refletir diretamente no nível de GC. Oportunidades de investimento e alavancagem financeira também são atributos que possuem uma grande variabilidade. Por fim, a proporção de caixa se manteve no intervalo entre 0% e 25% dos ativos totais, o que expressa a existência de empresas com pouca e bastante disponibilidade de recursos financeiros. O tempo de listagem em bolsa traduz a experiência das empresas no mercado de capitais. Há empresas com no mínimo dois anos de listagem e empresas que já negociam suas ações há 48 anos. Isto denota uma diferença de maturidade entre as empresas analisadas.

Nesta etapa, é analisada a relação entre os níveis de GC e os atributos contábeis e não contábeis estudados (Determinantes dos Níveis de GC). O modelo de regressão linear múltipla para avaliação dos Determinantes dos Níveis de GC é apresentado na Tabela 22.

Tabela 22 – Modelo de regressão dos Determinantes dos Níveis de GC

Variáveis independentes	Sinal Esperado	Coefficiente	Erro Padrão	T	P-value	Sig.	VIF
Constante		-3,162	2,999	-1,054	,297		
INTANG	(+)	-0,432	0,274	-1,580	,120		3,832
Ln_ATT	(+)	0,097	0,172	0,5655	,574		4,001
OPINV	(+)	3,539	0,218	16,21	,000	***	1,851
LEVER	(-)	-1,821	0,577	-3,155	,003	***	4,650
SETREG	(+)	1,847	0,090	20,57	,000	***	9,703
EMADR	(+)	0,732	0,144	5,068	,000	***	3,054
LnTLIST	(+)	-0,169	0,068	-2,482	,016	**	4,652
Bebidas		-0,241	0,107	-2,258	,028	**	3,922
Mineracao		0,710	0,255	2,781	,008	***	2,006
Petroleo		1,640	0,208	7,876	,000	***	3,028
UsoPessoalImp		3,224	0,052	62,19	,000	***	2,468
MedicoHosp		0,201	0,455	0,4412	,661		2,044
SidMetal		1,279	0,402	3,178	,003	***	1,890
Telecom		-0,935	0,174	-5,362	,000	***	1,809
Transporte		1,679	0,054	31,26	,000	***	3,348
Imoveis		1,027	0,336	3,057	,004	***	2,429
ConstCiv		-0,386	0,178	-2,162	,035	**	1,752
MadPap		2,141	0,084	25,35	,000	***	4,462
MaqEquip		0,613	0,331	1,85	,070	*	3,201
MatTransp		0,717	0,116	6,165	,000	***	1,370
Alimentos		2,912	0,135	21,57	,000	***	4,666
Comercio		2,432	0,036	67,61	,000	***	4,180
ComDistr		1,116	0,090	12,35	,000	***	4,676
Diversos		2,588	0,253	10,23	,000	***	7,755
Agua		2,592	0,084	30,83	,000	***	4,286
CaixaATT		1,343	2,036	0,6598	,512		1,850
DummyAno		0,349	0,037	9,325	,000	***	1,026
<b>Estatísticas</b>							
R		,821	R <sup>2</sup> Ajustado	,512	F		4,150
R <sup>2</sup>		,675	Erro Padrão	,600	Sig.		,000
Durbin-Watson		1,254					

Nota: \*\*\*, \*\*, \* - Estatisticamente signif. aos níveis de  $p < 0,01$ ,  $p < 0,05$  e  $p < 0,10$  (bilateral), respectivamente.

Fonte: Dados da pesquisa (2018).

Conforme diagnosticado e relatado no tópico 3.10, foi utilizado um modelo de regressão linear múltipla com estimador por mínimos quadrados com erros padrão robustos quanto à heterocedasticidade

(HAC). O modelo de regressão gerado nesta análise é significativo, conforme apontado pela estatística F-ANOVA de 4,150, ao nível de  $p < 0,01$ . Possui um coeficiente de determinação ( $R^2$ ) de 0,675, com coeficiente de determinação ajustado ( $R^2$  ajustado) de 0,512, o que indica que aproximadamente 51% do comportamento da variável dependente, “nível de GC”, é explicado pelos atributos contábeis e não contábeis estudados.

Com base nos resultados do modelo de Regressão Linear Múltipla observou-se que empresas com maiores oportunidades de investimentos, medidas pela variável independente OPINV, possuem maiores níveis de GC. Este resultado corrobora os achados de Khanchel (2007). De acordo com Khanchel (2007), estas empresas possuem estruturas mais sólidas de GC. Além disso, confirma que as gestões de empresas com maiores níveis de GC estão menos expostas ao problema de miopia estratégica apontado por Stein (1989). Com isto, foi possível verificar a confirmação (ou não rejeição da hipótese nula) da terceira hipótese testada ( $H_3$ ). Esta confirmação foi verificada ao nível de significância de  $p < 0,01$ , o que indica que há significativa sustentação de que empresas com maiores oportunidades de investimento possuem maiores níveis de GC. Ademais, além da significância estatística, chama a atenção a magnitude do coeficiente encontrado. Seu coeficiente indica que para cada aumento unitário do índice de oportunidades de investimentos há um crescimento de aproximadamente 3,5 vezes no nível de GC.

Observou-se, também, que empresas com menor nível de alavancagem financeira (LEVER) possuem maiores níveis de GC. A alavancagem financeira é uma *proxy* para os custos de agência da dívida. Captura os reflexos do endividamento sobre a estrutura da empresa. Este resultado precisa ser analisado conjuntamente com o identificado para oportunidades de investimento. Segundo Beiner *et al.* (2006), empresas com oportunidades favoráveis de investimentos estão sujeitas a menores índices de alavancagem. Para Bauer, Eichholtz e Kok (2010), estas empresas possuem menores índices de alavancagem financeira. Assim, observou-se ao nível de  $p < 0,01$ , também a confirmação (não rejeição da hipótese nula) da quarta hipótese do estudo ( $H_4$ ). Empresas que apresentam aumentos unitários em seus índices de alavancagem financeira têm níveis de GC reduzidos em aproximadamente 1,8 vezes.

Por outro lado, empresas que atuam em setores regulamentados (SETREG) possuem maiores níveis de GC. Este achado permite a confirmação (não rejeição da hipótese nula) da quinta hipótese ( $H_5$ ), ao

nível de  $p < 0,01$ . Isto expressa a maior propensão de as empresas aderirem voluntariamente a mecanismos complementares de GC, conforme encontrado por Firth e Rui (2007).

Adicionalmente, os testes realizados com a variável emissão de ADR (EMADR) denotam que empresas que possuem ações emitidas no mercado estadunidense têm um maior rigor normativo a ser cumprido, bem como um maior monitoramento por parte dos organismos reguladores e fiscalizadores. Tanto a *dummy* de setor regulamentado, como a de emissão de ADRs, são *proxies* para o monitoramento da empresa. Houve a confirmação da sexta hipótese da pesquisa ( $H_6$ ) em que pôde-se constatar, ao nível de  $p < 0,01$ , que empresas emissoras de ADRs possuem maior nível de GC. Estes achados corroboram os de Klapper e Love (2004).

Contrariamente ao que era esperado para a variável tempo de listagem em bolsa, medida em sua forma logarítmica ( $\ln TLIST$ ), constatou-se uma relação significante negativa. Observou-se um coeficiente negativo, embora a sustentação da literatura seja de que empresas com maior maturidade, expressa pelo tempo de listagem, estejam sujeitas a terem maiores níveis de GC. Esta evidência foi identificada por Cheung *et al.* (2008), segundo estes autores, empresas com mais tempo de listagem em bolsa possuem maior qualidade em suas práticas de GC. No entanto, o que se verificou com os resultados da pesquisa ora realizada, para a sétima hipótese avaliada ( $H_7$ ), foi uma inversão de relação. Ao nível de significância de  $p < 0,05$ , constatou-se que empresas mais maduras, isto é, com mais tempo de listagem em bolsa possuem menores níveis de GC. Ao menos duas razões podem explicar a inversão deste resultado. Uma é que, empresas mais novas, ou seja, que abriram capital recentemente, buscam atrair investidores com a aplicação de práticas mais robustas de GC. Com isso, melhoram sua reputação e sua imagem, o que as tornam mais atraentes aos investidores externos. Outra explicação é que seja possível que esta inversão denote que, especificamente, com as empresas brasileiras, haja uma espécie de resistência por parte das empresas mais antigas a aderirem a mecanismos e práticas que gerem melhorias em suas estruturas de GC. De qualquer modo, este resultado reflete a ideia de que empresas mais novas são mais receptivas à ideia de aprimoramento de suas práticas de GC.

Não foi verificada a confirmação de duas hipóteses do estudo. A primeira hipótese ( $H_1$ ) diz respeito à intangibilidade. Nela avaliava-se se empresas com maior grau de intangibilidade possuem maiores níveis de GC. De acordo com Himmelberg, Hubbard e Palia (1999), o

monitoramento de empresas com grande proporção de ativos não corpóreos (intangíveis) é mais difícil do que de empresas com elevadas proporções de ativos corpóreos, como imobilizados. A segunda hipótese ( $H_2$ ) avalia a relação entre o tamanho da empresa e seu nível de GC (economias de escala dos custos de monitoramento). Esta hipótese verifica se empresas maiores possuem maiores níveis de GC. Leva em consideração o pressuposto de economias de escala dos custos de monitoramento tratadas por Pincus, Rusbarsky e Wong (1989). Entretanto, Klapper e Love (2004) argumentam que seu efeito pode ser misto. Problemas de monitoramento, resultantes do fluxo de caixa livre, levam a maiores problemas de agência. Estes problemas demandam compensações por meio de aprimoramento dos mecanismos de GC. Ambas as hipóteses não foram confirmadas ao nível de significância de  $p < 0,10$ .

Ademais, as *dummies* de setor apresentam resultados que denotam a existência de níveis de GCs maiores e menores em diferentes setores de atuação. Como não foram variáveis utilizadas com a finalidade de teste de hipóteses, mas apenas de controlar os efeitos que determinados setores poderiam causar sobre o nível de GC, estes são brevemente comentados. Observou-se que estão mais relacionados com menores níveis de GC os setores de: bebidas; telecomunicações; e, construção civil. De maneira oposta, estão relacionados a níveis maiores de GC os setores de: Mineração; Petróleo, gás e biocombustíveis; Produtos de uso pessoal e de limpeza; Siderurgia e metalurgia; Transporte; Exploração de imóveis; Madeira e papel; Máquinas e equipamentos; Material de transporte; Alimentos; Comércio; Comércio e distribuição e Água.

#### 4.4 REESTIMAÇÃO E ORDENAÇÃO/POSICIONAMENTO DOS NÍVEIS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

Inicialmente, foi desenvolvido neste tópico o procedimento correspondente ao objetivo específico “d” que consiste em “reestimar os níveis de GC das empresas de acordo com os determinantes identificados”. A partir dos resultados encontrados na análise de regressão linear múltipla, o modelo de estimação dos Determinantes dos Níveis de GC é expresso pela Equação (3).

$$\begin{aligned} \theta_2 = & -3,162 - 0,432 \times INTANG + 0,097 \times Ln_{ATT} + 3,539 \times OPINV \quad (3) \\ & -1,821 \times LEVER + 1,847 \times SETREG + 0,732 \times EMADR \\ & -0,169 \times LnTLIST - 0,241 \times Bebidas + 0,710 \times Mineracao \\ & \quad + 1,640 \times Petroleo + 3,224 \times UsoPessoalLimp \\ & + 0,201 \times MedicoHosp + 1,279 \times SidMetal - 0,935 \times Telecom \\ & + 1,679 \times Transporte + 1,027 \times Imoveis - 0,386 \times ConstCiv \\ & + 2,141 \times MadPap + 0,613 \times MaqEquip + 0,717 \times MatTransp \\ & + 2,912 \times Alimentos + 2,432 \times Comercio + 1,116 \times ComDistr \\ & \quad + 2,588 \times Diversos + 2,592 \times Agua + 1,343 \times CaixaATT \\ & \quad + 0,349 \times DummyAno \end{aligned}$$

Os coeficientes do modelo de regressão que compõem a Equação (3) permitiram a reestimação dos níveis de GC ( $\theta_2$ ). Nesta etapa foram substituídos os valores observados das variáveis que compõem o modelo para cada uma das empresas estudadas. Isto resultou nos valores reestimados de  $\theta_2$ . A reestimação dos níveis de GC resultou em uma nova variável na pesquisa ( $\theta_2$ ).

Posteriormente, foi realizado um teste para verificar se havia representatividade de  $\theta_1$  com base em  $\theta_2$ . Este teste correspondeu ao objetivo específico “e” que foi “propor o ordenamento/posicionamento das empresas de acordo com os determinantes identificados”.

De modo a verificar a aderência entre os níveis de GC, medidos a partir das variáveis  $\theta_1$  (medido pelos 44 fatores dispostos em 6 dimensões) e  $\theta_2$  (medido pelos atributos contábeis e não contábeis na regressão), foram realizados Testes de Correlação. Na Tabela 23 é apresentado o resultado do Teste de Correlação de Pearson.

Tabela 23 - Testes de Correlação de Pearson

Teste	Correlação de Pearson
Coefficiente de Correlação	,821
P-value	,000
Significância	***

Nota: \*\*\* - Estatisticamente significativa ao nível de  $p < 0,01$ .

Fonte: Dados da pesquisa (2018).

Os resultados da análise de Correlação de Pearson sustentam, ao nível de significância de  $p < 0,01$ , a oitava hipótese ( $H_8$ ) de que o nível de GC estimado a partir de  $\theta_2$  está relacionado ao nível de GC estimado a partir de  $\theta_1$ . De acordo com os resultados da Correlação de Pearson, há uma correlação de aproximadamente 82% entre o nível de GC medido pela estimação completa ( $\theta_1$ ) e o nível de GC medido pela estimação

simplificada ( $\theta_2$ ). Este resultado indica uma aderência significativa de uma medida em relação à outra.

Todas as análises realizadas permitiram o atendimento dos objetivos específicos da pesquisa. Conseqüentemente, o objetivo geral de “avaliar a relação entre os determinantes e os níveis de GC de empresas com ações negociadas na B3” foi atendido com o estudo de relações significantes entre o nível de GC e os atributos (contábeis e não contábeis). Os principais atributos contábeis relacionados aos níveis de GC foram as oportunidades de investimentos e o grau de alavancagem financeira. Quanto aos atributos não contábeis, observou-se que foram relevantes a atuação em setores regulamentados, a emissão de ADRs e o tempo de listagem em bolsa. Todos estes atributos foram confirmados nos testes de hipóteses. Outros atributos que não foram testados por meio de hipóteses, mas que foram relevantes e significantes foram os setores específicos de atuação das empresas, a proporção de caixa e o ano de referência avaliado (2015 ou 2016).

#### 4.5 DISCUSSÃO TEÓRICO-EMPÍRICA

Esta Tese tratou da questão da GC como ferramenta para mitigação do problema de Agência. Este problema decorre da separação entre propriedade e controle. Neste contexto, o principal delega as funções de gestão a um agente. Este agente, devido a possibilidade de negligência e profusão, pode não agir com o mesmo zelo e diligência que o principal. (SMITH, 1776 *apud* JENSEN; MECKLING, 1976). Pode também fazer escolhas que não sejam maximizadoras do benefício do principal, mas de seu próprio benefício (JENSEN; MECKLING, 1976).

Para harmonização da relação entre principal e agente, inúmeros são os mecanismos de controle e de vinculação a serem adotados. Estes mecanismos permitem a redução do conflito e dos custos de agência (JENSEN; MECKLING, 1976). Neste contexto, estudos que compõem a trajetória epistemológica da Teoria da Agência apontam mecanismos como o Conselho de Administração (*Board of Directors*), Auditoria, Evidenciação, Gestão, *Stakeholders* e o próprio principal, representado por características da Estrutura de Propriedade.

Fama (1980) trata o Conselho de Administração (*Board of Directors*) como mecanismo para salvaguarda dos interesses do principal. Internalizam a representação do principal na estrutura da empresa. Watts e Zimmerman (1983), por sua vez, consideram a auditoria externa (independente) como guardiã da utilidade e



confiabilidade dos relatórios contábeis. Neste ambiente, cada mecanismo é relevante para mitigação do conflito de agência. Conselheiros de Administração agem em nome do(s) proprietários com funções de controle e monitoramento do(s) gestor(es). Os auditores exercem um papel, como especialistas, de garantir que principal e *stakeholders* recebam informações confiáveis. *Stakeholders* têm um papel fundamental na relação com a empresa e nas corporações modernas este papel tem se demonstrado cada vez mais efetivo. Mecanismos internos de gestão para definição de remunerações, bônus e planos de ações auxiliam no alinhamento de interesses entre principal e agente. São muitos os mecanismos aplicáveis para que haja harmonia no relacionamento entre principal e agente.

A este respeito, desde os estudos de Coase (1937), a firma é considerada como um organismo composto de relações entre contratos. Fundamentalmente, no âmbito da Teoria da Agência, Jensen e Meckling (1976) definem a firma como mera ficção legal. Isto corrobora a visão de Coase (1937). Desta visão de firma como ficção legal, representada pelos diferentes contratos, Brickley e Zimmerman (2010) chamam a atenção para o fato de a GC ser composta a partir de *nexus* de contratos. A unificação dos diferentes contratos, que compõem as relações da empresa com as partes envolvidas representa a estrutura Global de GC.

Neste estudo, observou-se empiricamente que diferentes mecanismos, representados por diferentes contratos, expressam características da estrutura de governança das empresas. Estudaram-se as relações contratuais por meio de 68 fatores que compõem seis dimensões de governança. Os resultados demonstram que a GC foi representada pela unificação de diferentes contratos expressos por mecanismos de controle e vinculação para mitigação do conflito de agência.

Com isto, verificou-se também, que cada um dos mecanismos representados pelos fatores de GC possuem especificidades como discriminação e dificuldade. Isto porque, alguns mecanismos permitem diferenciações mais contundentes de empresas quanto a seu nível de GC. Também por alguns mecanismos serem mais fáceis ou mais difíceis de serem atendidos.

Apontado por Klapper e Love (2004) como um fator para diferenciação da governança de diferentes empresas, a declaração de missão com ênfase em boa governança foi o mais difícil de ser atendido pelas empresas. Normalmente, as empresas têm declaração de missão mais voltada a seus produtos, serviços, clientes, resultados, entre outros. Por outro lado, outros são mais fáceis de serem atendidos. O fato de a

empresa informar sobre as assembleias de acionistas próximas e concluídas, estudado por Al-Malkawi, Pillai e Bhatti (2014), foi o mais fácil fator a ser atendido pelas empresas. No período analisado, foi uma prática recorrente a divulgação deste tipo de informação por meio dos *websites* de relações com investidores das empresas.

A dimensão com média de dificuldade mais baixa foi a de Evidenciação e *Accountability*. Esta dimensão foi tratada pelos estudos de Smith e Warner (1979), Armstrong, Guay e Weber (2010) e Al-Malkawi, Pillai e Bhatti (2014). Esta evidência indica que as empresas têm utilizado amplamente os recursos disponíveis para divulgação de informações.

A maior dificuldade de atendimento foi observada na dimensão de Auditoria. Beiner *et al.* (2006) e Al-Malkawi, Pillai e Bhatti (2014) consideram a auditoria como um importante mecanismo de proteção dos interesses do principal. Em linha com o que foi exposto por Watts e Zimmerman (1983), este mecanismo permite que os usuários das informações contábeis possam ter acesso a informações com menor grau de viés e maior relevância em suas tomadas de decisão. Ademais, por terem *expertise* em matéria de contabilidade, fornecem uma visão especializada a estes usuários.

A partir da visão de *nexus* contratuais que compõem a estrutura de governança das empresas, assim como enfatizado por Brickley e Zimmerman (2010), foi possível diferenciar as empresas com base nos 68 fatores estudados. Destes, 44 foram considerados como itens capazes de diferenciar a estrutura de governança das empresas estudadas e 24 foram eliminados por não contribuírem com a avaliação. A estrutura com seis dimensões se manteve preservada, pois todas as dimensões permaneceram com fatores remanescentes para serem estudados. Em linhas gerais, cada fator estudado demonstrou contribuir com características específicas no contexto da GC.

Com isto, constatou-se também que há uma grande variabilidade entre as características das empresas e seus níveis de GC. Empresas que conseguem atender a muitos fatores difíceis de governança, empresas que atendem a menos fatores, empresas que atendem a muitos fatores fáceis, entre outras configurações. O que pôde ser observado nestas empresas foi que há, de fato, diferenças substanciais em suas estruturas de GC. Deve-se ponderar também que, pela ausência de um corpo de literatura estruturado, para conhecer em profundidade a estrutura de governança das empresas e diferenciá-las, muitas destas eram tratadas como semelhantes, apesar de não serem. Com o conhecimento gerado

nesta Tese confirma-se que esta presunção de semelhança não é razoável, tampouco aceitável.

Relativamente aos determinantes, a literatura é composta por estudos de diferentes atributos relacionados aos níveis de GC. Nesta Tese foi constatado que as oportunidades de investimentos estão relacionadas ao nível de GC, assim como observado por Khanchel (2007), Bauer, Eichholtz e Kok (2010) e Ammann, Oesch e Schmid (2011). Estas empresas com maiores oportunidades de investimentos tendem a ter maiores níveis de GC, pois como possuem maior receptividade a investimentos e à adoção de melhorias, têm também a GC como uma oportunidade de aprimoramento da gestão e da relação com as partes interessadas da empresa.

Os coeficientes de alavancagem demonstraram, assim como Pincus, Rusbarsky e Wong (1989), Adams (1997), Beiner *et al.* (2006), Bebchuk, Cohen e Ferrell (2009) e Connelly, Limpaphayom e Nagarajan (2012) uma substancial capacidade de explicação do nível de GC. A pesquisa demonstra que empresas, menos alavancadas financeiramente, possuem maiores níveis de GC.

Dois fatores compreendidos pela atuação em setores regulamentados e a emissão de ADRs também foram relevantes para explicação do nível de GC. De acordo com Klapper e Love (2004), Beiner *et al.* (2006), Black, Jang e Kim (2006), Black, Carvalho e Gorga (2012) e Farag, Mallin e Ow-Yong (2014) estas empresas estão sujeitas a exigências normativas e a um maior monitoramento, o que permite que tenham estruturas mais sólidas de governança.

O estudo destes determinantes possibilitou tratar das questões investigadas nos estudos de Pincus, Rusbarsky e Wong (1989), Adams (1997), Klapper e Love (2004), Beiner *et al.* (2006), Black, Jang e Kim (2006), Khanchel (2007), Bebchuk, Cohen e Ferrell (2009), Bauer, Eichholtz e Kok (2010), Ammann, Oesch e Schmid (2011), Black, Carvalho e Gorga (2012), Connelly, Limpaphayom e Nagarajan (2012) e Farag, Mallin e Ow-Yong (2014). No entanto, percebeu-se uma necessidade de diferenciar as características em atributos contábeis e não contábeis. Com isto, foi possível determinar a contribuição das características fornecidas pela contabilidade para conhecimento das estruturas de GC. De maneira análoga, os atributos não contábeis, ainda que não observáveis em demonstrações contábeis, porém representados por informações cuja participação da contabilidade é fundamental para sua elaboração, também são capazes de explicar características das estruturas de governança das empresas, expressas pelo comportamento dos níveis de GC.

Assim, esta Tese contempla a questão do estudo dos *nexus* de contratos que compõem a estrutura de governança das empresas e permite conhecer atributos contábeis e não contábeis (determinantes dos níveis de GC) relacionados a mitigação dos conflitos e custos de agência estudados no âmbito da Teoria da Agência. Na próxima seção é apresentado um fechamento do capítulo com as principais constatações obtidas no trabalho.

#### 4.6 FECHAMENTO DO CAPÍTULO

Nesta pesquisa foi possível conhecer e compreender os componentes das estruturas de GC apresentadas pelas empresas. Estes componentes foram encontrados de maneira dispersa na literatura. Entre as críticas encontradas na literatura está a simplificação em demasia da representação das estruturas de GC. Isto pode ser observado nos estudos de Aman e Nguyen (2008) que considerou 15 fatores dispostos em três dimensões, Chen *et al.* (2007) que observou quatro fatores (um em cada dimensão), Drobetz, Schillhofer e Zimmermann (2004) que levou em consideração cinco fatores (um em cada dimensão) e Bebchuk, Cohen e Ferrell (2009) que considerou seis fatores dispostos em apenas uma dimensão.

Ademais, não foi encontrada a plena integração destes fatores na literatura como *nexus* de contratos, conforme postula a Teoria da Agência. O estudo que mais se aproximou desta visão de *nexus* de contratos foi o de Ammann, Oesch e Schmid (2011). No entanto, Ammann, Oesch e Schmid (2011) não consideram que, diferentes fatores que representam diferentes mecanismos de GC contribuem de maneira distinta nas estruturas de GC das empresas. Assim, não estudaram as diferenças que o grau de discriminação dos fatores de GC gera na estrutura global de GC, tampouco a dificuldade para que estes fatores sejam atendidos pelas empresas. Este é um conhecimento relevante, pois permite diferenciar empresas que possuem estruturas mais robustas ou menos robustas de GC.

Na presente pesquisa foram estudados diferentes mecanismos de GC, representados por 68 fatores, distribuídos em seis dimensões. Destes, constatou-se que 44 fatores pertencentes às seis dimensões são relevantes para conhecer o nível efetivo de GC das empresas e distingui-las entre empresas com estruturas mais robustas e mais frágeis de GC. Assim, foi alcançado o objetivo específico “a” da pesquisa que foi “identificar um conjunto de dimensões para mensuração dos níveis de GC das empresas com ações negociadas na B3”. Para cada uma das seis

dimensões foram observados os fatores correspondentes. Os fatores foram considerados entre itens de baixa dificuldade e alta dificuldade de atendimento. Também foi possível saber quais deles eram capazes de proporcionar maior diferenciação entre as empresas.

Além disto, por meio da estimação dos níveis de GC, foi possível alcançar o objetivo específico “b” que foi de “mensurar os níveis de GC das empresas a partir de dimensões e fatores de GC”. Foram identificados os níveis de GC de cada uma das empresas. A classificação em níveis qualitativos de GC segregou as empresas nos níveis: Nível A, Nível B, Nível C e Nível D. O nível mais elevado foi o Nível A e o menos elevado foi o Nível D. Além da aferição e diferenciação dos níveis das empresas com estruturas de GC mais robustas e menos robustas, observou-se também a evolução nas classificações de GC de aproximadamente 33% das empresas estudadas. Isto indicou que as empresas tendem a aprimorar suas estruturas de GC ao longo do tempo.

Foram estudados os determinantes dos níveis de GC. Observou-se que o empresas com maiores oportunidades de investimentos e com menores níveis de alavancagem financeira (atributos contábeis) têm maiores níveis de GC. Empresas que atuam em setores regulamentados, que têm menor tempo de listagem e que emitem ADRs (atributos não contábeis) possuem maiores níveis de GC. Com isto, foi atendido o objetivo específico “c” de “examinar atributos contábeis e não contábeis como determinantes dos níveis de GC das empresas”.

Os coeficientes dos determinantes dos níveis de GC foram utilizados para a geração de uma nova estimação (reestimação) dos níveis. Este foi o objetivo específico “d” da pesquisa que foi “reestimar os níveis de GC das empresas, de acordo com os determinantes identificados;”. O que se pôde verificar foi que, de uma maneira mais simples (estimação simplificada), o nível de GC pode ser estimado, ao invés da estimação completa com 44 fatores, simplesmente com o conhecimento de algumas características das empresas. As características são os ativos das empresas, grau de intangibilidade, oportunidades de investimentos e alavancagem (atributos contábeis), bem como o setor de atuação, regulamentação do setor, emissão de ADRs e o período que se busca estimar (atributos não contábeis). No entanto, a estimação simplificada só foi possível em função do conhecimento gerado acerca da composição das estruturas de GC que foi retratada na estimação completa.

Por fim, o objetivo específico “e” de “propor o ordenamento/posicionamento das empresas, conforme os determinantes identificados” também foi alcançado. Observou-se com os resultados

que a estimação simplificada possui alto poder de representação do nível de GC. Isto porque, foi constatada uma alta aderência entre as variáveis  $\theta_2$  e  $\theta_1$ . Os resultados indicaram que existe uma correlação forte de aproximadamente 82% entre as duas medidas.

Em outras palavras, há uma pequena diferença entre a estimação completa e a simplificada. No entanto, isto significa que existe um *trade-off*, ainda que mínimo, e que deve ser ponderado quando for realizada a avaliação das empresas, pois estas diferenças entre a simplificação e a verificação completa denotam uma diferença sutil na precisão dos resultados. Quando se buscam resultados mais precisos, é importante que todos os 44 fatores dispostos nas seis dimensões sejam considerados, mas em situações que exigem maior agilidade nas decisões, o modelo simplificado pode oferecer uma solução mais rápida. Isto porque, em uma simples situação de comparação de três empresas haverá a necessidade de comparar 132 fatores de GC, espalhados em diferentes fontes e relatórios.

Tanto o objetivo geral foi atendido, como a questão de pesquisa foi respondida. O objetivo geral da pesquisa foi “avaliar a relação entre os determinantes e os níveis de GC de empresas com ações negociadas na B3” e a questão de pesquisa foi “qual a relação entre os determinantes e os níveis de GC de empresas com ações negociadas na B3?”. Isto foi possível com a mensuração dos níveis de GC e o estudo dos Determinantes destes níveis.

Foi identificada a relação entre os determinantes, expressos por atributos (contábeis e não contábeis), e os níveis de GC. Alguns atributos estão relacionados a maiores níveis de GC, como é o caso das oportunidades de investimentos e a emissão de ADRs, conforme discutido ao longo do capítulo 4. Outros estão relacionados a menores níveis, como é o caso da alavancagem financeira e o tempo de listagem em bolsa. Mas há também atributos que pouco contribuem para o cômputo geral do nível de GC. Isto porque, apesar de terem sua significância estatística comprovada, possuem coeficientes (peso) inexpressivos para o aumento ou diminuição dos níveis mensurados.

Por fim, os resultados encontrados nos testes de hipóteses são sintetizados no Quadro 30.

Quadro 30 – Síntese dos resultados dos testes de hipóteses

<b>Hipótese</b>	<b>Situação</b>	<b>Constatação</b>
<b>H<sub>1</sub>:</b> Empresas com maior grau de intangibilidade possuem maior nível de GC	Rejeitada	O grau de intangibilidade não se demonstrou significativo para explicar o nível de GC
<b>H<sub>2</sub>:</b> Empresas maiores possuem maior nível de GC	Rejeitada	O tamanho não foi significativo para explicar o nível de GC
<b>H<sub>3</sub>:</b> Empresas com maiores oportunidades de investimento possuem maior nível de GC	Confirmada	O aumento das oportunidades de investimentos explica o aumento do nível de GC
<b>H<sub>4</sub>:</b> Empresas com menores níveis de alavancagem financeira possuem maior nível de GC	Confirmada	Menores níveis de alavancagem financeira explicam o aumento no nível de GC
<b>H<sub>5</sub>:</b> Empresas que atuam em setores regulamentados possuem maior nível de GC	Confirmada	A atuação em setores regulamentados explica o aumento do nível de GC
<b>H<sub>6</sub>:</b> Empresas emissoras de ADRs possuem maior nível de GC	Confirmada	A emissão de ADRs explica o aumento do nível de GC
<b>H<sub>7</sub>:</b> Empresas com maior tempo de listagem em bolsa possuem maior nível de GC	Confirmada (exceto pelo sinal encontrado)	Contrariamente ao que apontavam os estudos anteriores, o tempo de listagem em bolsa explica diminuição no nível de GC
<b>H<sub>8</sub>:</b> O nível de GC estimado a partir dos determinantes dos níveis de GC ( $\theta_2$ ) está relacionado ao nível de GC estimado a partir dos fatores e dimensões de GC ( $\theta_1$ )	Confirmada	A aderência entre os níveis $\theta_2$ e $\theta_1$ é alta. Assim, variações em $\theta_2$ explicam aumentos e diminuições em $\theta_1$

Fonte: Dados da pesquisa (2018).

Dentre as principais contribuições da pesquisa para o avanço do conhecimento encontrado na literatura sobre o tema destacam-se o fato de empresas com maior maturidade, ou seja, com maior tempo de listagem em bolsa, terem menores níveis de GC. Isto implica em afirmar que, contrariamente ao que se esperava, a realidade das empresas brasileiras é diferente em relação à realidade das empresas dos outros países em que esta questão foi estudada. Mediante a representação das

estruturas de GC, com base na visão de *nexus* contratuais, não foi possível observar que intangibilidade e tamanho sejam, de fato, atributos capazes de explicar variações nos níveis de GC. Este achado abre caminho para que novas pesquisas avaliem esta questão. É possível que novos estudos que utilizem esta representação por meio de *nexus* de contratos consigam resolver questões ainda pendentes de solução, que apresentavam resultados mistos e inconclusivos.

Contribuição também encontrada foi a possibilidade de explicar as variações encontradas nos níveis de GC tomando por base características das empresas. Isto significa que, embora uma representação das estruturas de GC demande o estudo de múltiplos fatores (44 fatores distribuídos em seis dimensões), é possível uma aproximação desta representação por meio de atributos encontrados na contabilidade das empresas e em outros relatórios não financeiros disponibilizados publicamente pelas empresas.



## 5 CONCLUSÃO

Conforme a discussão apresentada no fechamento do Capítulo 4, todos os objetivos, (geral e específicos) foram alcançados. A resposta da questão de pesquisa permitiu conhecer os atributos que explicam o comportamento do nível de GC nas empresas estudadas.

O estudo dos níveis de GC reuniu fatores dispersos na literatura, nos estudos de Smith e Warner (1979), Bushman e Smith (2001), Klapper e Love (2004), Klein, Shapiro e Young (2005), Beiner *et al.* (2006), Black, Jang e Kim (2006), Brown e Caylor (2006), Chen *et al.* (2007), Cheung *et al.* (2007), Khanchel (2007), Cheung *et al.* (2008), Armstrong, Guay e Weber (2010), Balasubramanian, Black e Khanna (2010), Chung, Elder e Kim (2010), Ammann, Oesch e Schmid (2011), Black, Carvalho e Gorga (2012), Connelly, Limpaphayom e Nagarajan (2012), Gupta, Krishnamurti e Tourani-Rad (2013), Al-Malkawi, Pillai e Bhatti (2014) e Farag, Mallin e Ow-Yong (2014).

Os determinantes dos níveis de GC foram estudados a partir de atributos abordados nos estudos de Pincus, Rusbarsky e Wong (1989), Adams (1997), Defond, Raghunandan e Subramanyam (2002), Klapper e Love (2004), Beiner *et al.* (2006), Black, Jang e Kim (2006), Firth e Rui (2007), Khanchel (2007), Cheung *et al.* (2008), Bebchuk, Cohen e Ferrell (2009), Balasubramanian, Black e Khanna (2010), Bauer, Eichholtz e Kok (2010), Ammann, Oesch e Schmid (2011), Black, Carvalho e Gorga (2012), Connelly, Limpaphayom e Nagarajan (2012) e Farag, Mallin e Ow-Yong (2014). Estes atributos foram segregados na Tese em atributos contábeis e atributos não contábeis.

Em linhas gerais, foi possível ampliar o conhecimento acerca dos mecanismos que compõem as estruturas de GC das empresas. Foram identificadas especificidades de cada um dos fatores que representam estes mecanismos. Alguns são mais fáceis de serem atendidos e outros possuem um maior grau de dificuldade. O nível de GC observado na pesquisa diverge da classificação adotada pela B3. Foi possível observar casos em que empresas que, na classificação da bolsa, estão em níveis de excelência de GC, no presente estudo se encontram equiparadas a empresas de Mercado Tradicional e de Níveis 1 e 2, assim como empresas classificadas no mercado tradicional (fora dos NDGC), mas que apresentam características de excelência em GC.

Esta evidência chama a atenção e pode revelar uma solução para um problema encontrado na literatura nacional sobre GC e Contabilidade. Os resultados mistos e inconclusivos observados nos estudos de Ramos e Martinez (2006), Terra e Lima (2006), Gallon,

Beuren e Hein (2007), Andrade (2008), Coelho e Lima (2008), Gallon, Beuren e Hein (2008), Gonçalves *et al.* (2008), Nardi e Nakao (2008), Braga, Oliveira e Salotti (2009), Colauto *et al.* (2009), De Luca *et al.* (2010), Martinez (2010), Torres *et al.* (2010), Almeida-Santos, Verhagem e Bezerra (2011), Murcia e Wuerges (2011), Souza, Murcia e Marcon (2011), Vieira *et al.* (2011), Alves e Vicente (2013), Carneiro *et al.* (2013), Erfurth e Bezerra (2013) Macêdo *et al.* (2013), Bolfe (2014) e Martins e Paulo (2014).

Dentre estas constatações, merece destaque o fato de Alves e Vicente (2013) terem identificado que empresas com níveis mais elevados de GC também possuíam maiores níveis de gerenciamento de resultados. Bolfe (2014) não observou aumento de valorização das ações das empresas com níveis diferenciados de GC. Martins e Paulo (2014), por sua vez, também não constataram o benefício de inibição de negociação com informações privilegiadas por empresas com níveis diferenciados de GC.

Estes achados denotam que o estudo da relação entre GC e gerenciamento de resultados precisa ser observado com bastante atenção. A maior parte destes estudos utiliza a classificação da B3 para investigar questões contábeis como o gerenciamento de resultados, o conservadorismo, a persistência dos lucros, entre outros. Também é encontrada esta abordagem em estudos de mercados de capitais, em que são verificados os reflexos do nível de GC sobre o valor da firma. É possível que, esta inconsistência nos resultados e a refutação de muitas hipóteses de pesquisa sejam devidas às diferenças entre empresas que a classificação da bolsa não captura.

Ademais, investidores podem ter uma falsa expectativa em relação às empresas enquadradas em níveis mais elevados nos NDGC's da B3. Isto porque, é possível que estas apresentem, de fato, níveis efetivos de GC inferiores aos esperados. Além destas contribuições teóricas e práticas, podem-se destacar também as evidências de que se preencheu uma lacuna, no que tange ao conhecimento acerca dos mecanismos de controle e de vinculação para mitigação dos conflitos de agência. É possível saber e diferenciar seus graus de dificuldade e capacidade de discriminação, entre diversas empresas.

Os determinantes dos níveis de GC permitem a simplificação, contudo, sem a perda dos requisitos de formalidade e objetividade, da avaliação dos níveis de GC. Possibilitam também entender como as características das empresas, compreendidas por variáveis de balanço (atributos contábeis) e variáveis qualitativas (de outras fontes), explicam o comportamento da variação dos níveis de GC.

A Tese contribui com o avanço do conhecimento acerca da efetividade das estruturas de GC, por reunir dimensões e fatores de GC dispersos na literatura. O estudo das dimensões e fatores de GC, embora seja considerado complexo, agrega conhecimento acerca das estruturas de GC. Além disso, o conhecimento dos determinantes dos níveis de GC gerado nesta Tese permite que as avaliações da efetividade das estruturas de governança das empresas se tornem mais viáveis e acessíveis a indivíduos que não são necessariamente especialistas na área de GC.

Como sugestão para futuras pesquisas destaca-se a necessidade de conhecimento sobre os determinantes dos níveis de GC de empresas do setor Financeiro. De acordo com Khanchel (2007), estas empresas possuem especificidades que justificam o estudo em separado de seus determinantes. Recomenda-se também um estudo comparativo entre diferentes períodos de tempo. Com isto, permite-se que sejam avaliadas as condições em que as estruturas de GC se modificam. Mudanças normativas e ambientais podem fazer com que surjam variações no nível de GC, e isto precisa ser investigado.



## REFERÊNCIAS

ADAMS, M. Determinants of audit committee formation in the life insurance industry: New Zealand evidence. **Journal of Business Research**, v. 38, n. 2, p. 123-129, 1997.

AKERLOF, G.A. The market for “Lemons”: Quality uncertainty and the market mechanism. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 84, n. 3, p. 488-500, 1970.

ALCHIAN, A.A. Uncertainty, evolution, and economic theory. **Journal of Political Economy**, v. 58, n. 3, p. 211-221, 1950.

ALCHIAN, A.A.; DEMSETZ, H. Production, information costs, and economic organization. **American Economic Review**, v. 62, n. 5 p. 777-795, 1972.

AL-MALKAWI, H.A.N.; PILLAI, R.; BHATTI, M.I. Corporate governance practices in emerging markets: The case of GCC countries. **Economic Modelling**, v. 38, n. 1, p. 133-141, 2014.

ALMEIDA-SANTOS, P.S.; VERHAGEM, J.A.; BEZERRA, F.A. Gerenciamento de resultados por meio de decisões operacionais e a governança corporativa: Análise das indústrias siderúrgicas e metalúrgicas brasileiras. **Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 5 n. 13, p. 55-74, 2011.

ALVES, C.F.; VICENTE, E.F.R. Does the Latin model of corporate governance perform worse than other models in preventing earnings management? **Applied Financial Economics**, v. 23, n. 21, p. 1663-1673, 2013.

AMAN, H.; NGUYEN, P. Do stock prices reflect the corporate governance quality of Japanese firms? **Journal of the Japanese and International Economies**, v. 22, n. 4, p. 647-662, 2008.

AMARAL, H.F.; IQUIAPAZA, R.A.; TOMAZ, W.P.; BERTUCCI, L.A. Governança Corporativa e Divulgação de Relatórios Financeiros Anuais. **Contabilidade Vista e Revista**, v. 19, n. 1, p. 61-82, jan./ mar., 2008.

AMMANN, M.; OESCH, D.; SCHMID, M.M. Corporate governance and firm value: International evidence. **Journal of Empirical Finance**, v. 18, n. 1, p. 36-55, 2011.

ANDRADE, D.F.; TAVARES, H.R.; VALLE, R.C. **Teoria da Resposta ao Item: conceitos e aplicações**. São Paulo: Associação Brasileira de Estatística (ABE), 2000.

ANDRADE, G.A.R. Estudo econométrico dos efeitos da migração para OIGC: índice de ações com governança corporativa diferenciada da Bovespa. **Internext - Revista Eletrônica de Negócios Internacionais**, v. 3, n. 1, p. 39-53, jan./jun. 2008.

ARMSTRONG, C.S.; GUAY, W.R.; WEBER, J.P. The role of information and financial reporting in corporate governance and debt contracting. **Journal of Accounting and Economics**, v. 50, n. 2, p. 179-234, 2010.

ARROW, K.J. The economics of agency. In: PRATT, J.W.; ZECKHAUSER, R.J. (Ed.). **Principals and agents: The structure of American business**. Boston: Harvard Business School Press, 1985.

ARROW, K.J. Uncertainty and the welfare economics of medical care. **The American Economic Review**, v. 53, n. 5, p. 941-973, 1963.

BALASUBRAMANIAN, N.; BLACK, B.S.; KHANNA, V. The relation between firm-level corporate governance and market value: A case study of India. **Emerging Markets Review**, v. 11, n.4, p. 319-340, 2010.

BARNEY, J.; HESTERLY, W. Organizational Economics: Understanding the Relationship between Organizations and Economic Analysis. In: CLEGG, S.R.; HARDY, C.; LAWRENCE, T.B.; NORD, W.R. (Ed.). **The Sage handbook of organization studies**. 2. ed. London: SAGE Publications, 2006.

BAROSSA-FILHO, M.; ACHCAR, J.A.; SOUZA, R.M. Modelos de volatilidade estocástica em séries financeiras: uma aplicação para o IBOVESPA. **Economia Aplicada**, v. 14, n. 1, p. 25-40, jan./mar. 2010.

BAUER, R.; EICHHOLTZ, P.; KOK, N. Corporate governance and performance: The REIT effect. **Real Estate Economics**, v. 38, n. 1, p. 1-29, 2010.

BEBCHUK, L.; COHEN, A.; FERRELL, A. What matters in corporate governance. **Review of Financial Studies**, v. 22, n. 2, p. 783-827, 2009.

BEINER, S.; DROBETZ, W.; SCHMID, M.M.; ZIMMERMANN, H. An integrated framework of corporate Governance and firm valuation. **European Financial Management**, v. 12, n. 2, p. 249-283, 2006.

BERLE, A.A.; MEANS, G.C. **The modern corporation and private property**. New Jersey: Transaction Publishers, 1932.

BETTIS, J.C.; COLES, J.L.; LEMMON, M.L. Corporate policies restricting trading by insiders. **Journal of Financial Economics**, v. 57, n. 2, p. 191-220, 2000.

BHAGAT, S.; BOLTON, B.; ROMANO, R. The promise and peril of corporate governance indices. **Columbia Law Review**, v. 108, n. 8, p. 1803-1882, 2008.

BLACK, B.S.; CARVALHO, A.G.; GORGA, E. What matters and for which firms for corporate governance in emerging markets? Evidence from Brazil (and other BRIK countries). **Journal of Corporate Finance**, v. 18, n. 4, p. 934-952, 2012.

BLACK, B.S.; CARVALHO, A.G.; SAMPAIO, J.O. The evolution of corporate governance in Brazil. **Emerging Markets Review**, v. 20, p. 176-195, 2014.

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

BLACK, B.S.; LOVE, I.; RACHINSKY, A. Corporate governance indices and firms' market values: Time series evidence from Russia. **Emerging Markets Review**, v. 7, n. 4, p. 361-379, 2006.

BOLFE, C. **Governança corporativa brasileira e suas implicações no interesse dos investidores, na valorização das companhias e no custo de captação de recursos**. 2014. 98 f. Dissertação (Mestrado em

Contabilidade). Programa de Pós Graduação em Contabilidade da Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC), Florianópolis, 2014.

BRASIL BOLSA BALCÃO – B3. Informações do portal B3.

Disponível em: <[http://www.b3.com.br/pt\\_br/](http://www.b3.com.br/pt_br/)>. Acesso em: 05/02/2018.

BOLSA DE VALORES, MERCADORIAS E FUTUROS DE SÃO PAULO - BM&FBOVESPA. Informações do portal classificação setorial. Disponível em:

[http://www.bmfbovespa.com.br/pt\\_br/produtos/listados-a-vista-e-derivativos/renda-variavel/acoes/classificacao-setorial/](http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/listados-a-vista-e-derivativos/renda-variavel/acoes/classificacao-setorial/). Acesso em: 05/12/2016.

BOZEC, R.; DIA, M. Convergence of corporate governance practices in the post-Enron period: behavioral transformation or box-checking exercise? **Corporate Governance: An International Review**, v. 12, n. 2, p. 243-256, 2012.

BRADBURY, M.E. The incentives for voluntary audit committee formation. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 9, n. 1, p. 19-36, 1990.

BRAGA, J.P.; OLIVEIRA, J.R.S.; SALOTTI, B.M. Determinantes do nível de divulgação ambiental nas demonstrações contábeis de empresas brasileiras. **Revista de Contabilidade da UFBA**, v. 3, n. 3 p. 81-95, set./dez., 2009.

BRICKER, R.; CHANDAR, N. On applying agency theory in historical accounting research. **Business and Economic History**, p. 486-499, 1998.

BRICKLEY, J.A.; ZIMMERMAN, J.L. Corporate governance myths: Comments on Armstrong, Guay, and Weber. **Journal of Accounting and Economics**, v. 50, n. 2-3, p. 235-245, 2010.

BROWN, L.D.; CAYLOR, M.L. Corporate governance and firm valuation. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 25, n.4, p. 409-434, 2006.

BURRELL, G.; MORGAN, G. **Sociological paradigms and organizational analysis**. London: Heinemann Education Books, 1979.



BUSHMAN, R.M.; SMITH, A.J. Financial accounting information and corporate governance. **Journal of Accounting and Economics**, v. 32, n. 1, p. 237-333, 2001.

BYRD, J.; PARRINO, R.; PRITSCH, G. Stockholder-Manager Conflicts and Firm Value. **Financial Analysts Journal**, v. 54, n. 3, p. 14-30, 1998.

CARCELLO, J.V.; HERMANSON, D.R.; YE, Z. Corporate Governance Research in Accounting and Auditing: Insights, Practice Implications, and Future Research Directions. **Auditing: A Journal of Practice & Theory**, v. 30, n. 3, p. 1-31, 2011.

CARNEIRO, A.R.A.; MAPURUNGA, P.V.R.; PONTE, V.M.R.; MORAIS, C.R.F. Governança corporativa em empresas brasileiras como determinante da evidência de benefícios a empregados. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v.10, n.19, p.157-178, jan./abr., 2013.

CATAPAN, A; COLAUTO, R.D.; BARROS, C.M.E. A relação entre a governança corporativa e o desempenho econômico-financeiro de empresas de capital aberto do Brasil. **Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 16, n. 2, p. 16-30, mai./ago., 2013.

CETIP. Informações do portal Cetip. Disponível em: <https://www.cetip.com.br/>. Acesso em: 05/02/2018.

CFC – Conselho Federal de Contabilidade. **Resolução CFC nº 1.311, de 9 de dezembro de 2010**. Aprova a NBC PA 290 – Independência – Trabalhos de Auditoria e Revisão.

CHEN, A.; KAO, L.; TSAO, M.; WU, C. Building a corporate governance index from the perspectives of ownership and leadership for firms in Taiwan. **Corporate Governance**, v. 15, n. 2, p. 251-261, 2007.

CHEUNG, Y.L.; CONNELLY, J.T.; LIMPAPHAYOM, P.; ZHOU, L. Do investors really value corporate governance? Evidence from the Hong Kong market. **Journal of International Financial Management and Accounting**, v. 18, n.2, p. 86-122, 2007.

CHEUNG, Y.L.; JIANG, P.; LIMPAPHAYOM, P.; LU, T. Does corporate governance matter in China? **China Economic Review**, v. 19, n. 3, p. 460-479, 2008.

CHUNG, K.H.; ELDER, J.; KIM, J.C. Corporate governance and liquidity. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 45, n. 2, p. 265-291, 2010.

COASE, R.H. The nature of the firm. **Economica**, v. 4, n. 16, p. 386-405, 1937.

COELHO, A.C.D.; LIMA, I.S. Segmentos de governança Bovespa: Diferenças nos graus de conservadorismo condicional na divulgação de resultados contábeis. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, v.1, n. 1, p. 17-32, jan./dez., 2008.

COLAUTO, R.D.; NASCIMENTO, P.S.; AVELINO, B.C.; BISPO, O.N.A. Evidenciação de ativos intangíveis não adquiridos nos relatórios da administração das companhias listadas nos níveis de governança corporativa da BOVESPA. **Contabilidade Vista e Revista**, v. 20, n. 1, p. 142-169, jan./mar., 2009.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. **Instrução CVM nº 308**, de 14 de maio de 1999. Dispõe sobre o registro e o exercício da atividade de auditoria independente no âmbito do mercado de valores mobiliários, define os deveres e as responsabilidades dos administradores das entidades auditadas no relacionamento com os auditores independentes, e revoga as Instruções CVM nºs 216, de 29 de junho de 1994, e 275, de 12 de março de 1998.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. **Instrução CVM nº 358**, de 03 de janeiro de 2002. Dispõe sobre a divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas, disciplina a divulgação de informações na negociação de valores mobiliários e na aquisição de lote significativo de ações de emissão de companhia aberta, estabelece vedações e condições para a negociação de ações de companhia aberta na pendência de fato relevante não divulgado ao mercado.

CONNELLY, J.T.; LIMPAPHAYOM, P.; NAGARAJAN, N.J. Form versus substance: The effect of ownership structure and corporate

governance on firm value in Thailand. **Journal of Banking and Finance**, v. 36, n. 6, p. 1722-1743, 2012.

COOPER, D.; SCHINDLER, P.S. **Métodos de pesquisa em administração**. 10. ed. Porto Alegre: Bookman, 2011.

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

CRAVENS, K.; WALLACE, W. A framework for determining the influence of the corporate board of directors in accounting studies. **Corporate Governance: An International Review**, v. 9, n. 1, p. 2-24, 2001.

CUNHA, J.V.A.; COELHO, A.C. Regressão Linear Múltipla. In: CORRAR, L.J; PAULO, E.; DIAS FILHO, J.M. (coord.). **Análise Multivariada: Para os cursos de Administração, Ciências Contábeis e Economia**. 1. ed. 3 reimpr. São Paulo: Atlas, 2011.

DALMÁCIO, F.Z.; LOPES, A.B.; REZENDE, A.J.; SARLO NETO, A. Uma análise da relação entre governança corporativa e acurácia das previsões dos analistas do mercado brasileiro. **RAM – Revista de Administração Mackenzie**, v. 14, n. 5, set./out., 2013.

DE LUCA, M.M.M.; MARTINS, L.C.; MAIA, A.B.G.R.; COELHO, A.C.D. Os Mecanismos de Auditoria Evidenciados pelas Empresas Listadas nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa e no Novo Mercado da Bovespa. **Contabilidade Vista e Revista**, v. 21, n. 1, p. 101-130, jan./mar., 2010.

DEANGELO, L.E. Auditor size and audit quality. **Journal of accounting and economics**, v. 3, n. 3, p. 183-199, 1981.

DEFOND, M.L.; RAGHUNANDAN, K.; SUBRAMANYAM, K.R. Do non-audit service fees impair auditor independence? Evidence from going concern audit opinions. **Journal of accounting research**, v. 40, n. 4, p. 1247-1274, 2002.

DROBETZ, W.; SCHILLHOFER, A.; ZIMMERMANN, H. Corporate Governance and expected stock returns: Evidence from Germany. **European Financial Management**, v. 10, n. 2, p. 267-293, 2004.

DYE, R.A. Auditing Standards, Legal Liability and Auditor Wealth. **Journal of Political Economy**, v. 101, n. 5, p. 887-914, 1993.

EISENHARDT, K.M. Agency theory: An assessment and review. **Academy of management review**, v. 14, n. 1, p. 57-74, 1989.

ERFURTH, A.E.; BEZERRA, F.A. Gerenciamento de resultados nos diferentes níveis de governança corporativa. **BASE – Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos**, n. 10, v. 1, p. 32-42, jan./mar., 2013.

FAMA, E. Agency Problems and the Theory of the Firm. **Journal of Political Economy**, v. 88, n. 2, p. 288-307, 1980.

FAMA, E.; JENSEN, M.C. Separation of ownership and control. **Journal of Law and Economics**, v. 26, n. 2, p. 301-325, 1983.

FARAG, H.; MALLIN, C.; OW-YONG, K. Governance, ownership structure, and performance of entrepreneurial IPOs in AIM Companies. **Corporate Governance (Oxford)**, v. 22, n. 2, p. 100-115, 2014.

FARBER, D.B. Restoring trust after fraud: Does Corporate Governance matter? **The Accounting Review**, v. 80, n. 2, p. 539-561, 2005.

FÁVERO, L.P.; BELFIORE, P.; SILVA, F.L.; CHAN, B.L. **Análise de dados: Modelagem multivariada para tomada de decisões**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

FIRTH, M.; RUI, O.M. Voluntary audit committee formation and agency costs. **International Journal of Accounting, Auditing and Performance Evaluation**, v. 4, n. 2, p. 142-160, 2007.

FREITAS, B.F.G.; FREIRE, F.S. Relato Integrado: Um estudo da aderência da estrutura conceitual proposta pelo IIRC no Relatório Socioambiental do Conselho Federal de Contabilidade. **Sociedade, Contabilidade e Gestão**, v. 12, n. 1, jan./abr., 2017.

GALLON, A.V.; BEUREN, I.M.; HEIN, N. Análise da Relação entre Evidenciação nos Relatórios da administração e o nível de governança das empresas na BOVESPA. **Revista de Informação Contábil (RIC)**, v. 1, n. 2, p. 18-41, out./dez., 2007.

GALLON, A.V.; BEUREN, I.M.; HEIN, N. Evidenciação Contábil: itens de maior divulgação nos relatórios da administração das empresas participantes dos níveis de governança da BOVESPA. **Contabilidade Vista e Revista**, v. 19, n. 2, p. 141-165, abr./jun. 2008.

GARAY, U.; GONZÁLEZ, M. Corporate governance and firm value: The case of Venezuela. **Corporate Governance: An International Review**, v. 16, n. 3, p. 194-209, mai., 2008.

GIL, A.C. **Como Elaborar Projetos de Pesquisa**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

GONÇALVES, R.S.; WEFFORT, E.F.J.; PELEIAS, I.R.;  
GONÇALVES, A.O. Social Disclosure das empresas brasileiras listadas na NYSE e na BOVESPA: sua relação com os níveis de governança corporativa. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v.1, n. 9, p. 71-94, jan./jun., 2008.

GUPTA, K.; KRISHNAMURTI, C.; TOURANI-RAD, A. Is corporate governance relevant during the financial crisis? **Journal of International Financial Markets, Institutions and Money**, v. 23, p. 85-110, 2013.

HABIB, A.; BHUIYANB, B.U. Audit firm industry specialization and the audit report lag. **Journal of International Accounting, Auditing and Taxation**, v. 20, p. 32-44, 2011.

HAIR JR, J.F.; BLACK, W.C.; BABIN, B.J.; ANDERSON, R.E.;  
TATHAM, R.L. **Análise multivariada de dados**. 6. ed. Porto Alegre: Bookman, 2009.

HIMMELBERG, C.P.; HUBBARD, R.G.; PALIA, D. Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance. **Journal of Financial Economics**, v. 53, n. 3, p. 353-384, 1999.

HO, C. K. Corporate governance and corporate competitiveness: An international analysis. **Corporate Governance**, v. 13, n. 2, p. 211-253, 2005.

IFRS – International Financial Reporting Standards. **Informações do Portal Who uses IFRS Standards?** Disponível em:

<<http://www.ifrs.org/use-around-the-world/use-of-ifrs-standards-by-jurisdiction/>>. Acesso em 03/08/2017.

IRELAND, J.C. An empirical investigation of determinants of audit reports in the UK. **Journal of Business Finance and Accounting**, v. 30, n. 7-8, p. 975-1015, 2003.

JENSEN, M.C. Agency costs of free cash flow, corporate governance, and takeovers. **American Economic Review**, v. 76, n. 2, p. 323-329, 1986.

JENSEN, M.C. Organization theory and methodology. **The Accounting Review**, v. 58, n. 2, p. 319-339, 1983.

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.

JP Morgan. **Informações do Portal ADR**. Disponível em: <<https://www.adr.com/>>. Acesso em: 17/10/2017.

KHANCHEL, I. Corporate governance: Measurement and determinant analysis. **Managerial Auditing Journal**, v. 22, n. 8, p. 740-760, 2007.

KLAPPER, L.; LOVE, I. Corporate Governance, Investor Protection, and Performance in Emerging Markets. **Journal of Corporate Finance**, v. 10, n. 5, p. 703-728, 2004.

KLEIN, P.; SHAPIRO, D.; YOUNG, J. Corporate governance, family ownership and firm value: the Canadian evidence. **Corporate Governance: An International Review**, v. 13, n. 6, p. 769-784, 2005.

LAMBERT, R.A. Contracting theory and accounting. **Journal of Accounting & Economics**, v. 32, n. 1, p. 3-87, 2001.

LARCKER, D. F.; RICHARDSON, S. A.; TUNA, I. Corporate governance, accounting outcomes, and organizational performance. **The Accounting Review**, v. 82, n. 4, p. 963-1008, 2007.

LIMA, B.F.; SANVICENTE, A.Z. Quality of Corporate Governance and Cost of Equity in Brazil. **Journal of Applied Corporate Finance**, v. 25, n. 1, p. 72-80, 2013.

LIMA, S.H.O.; OLIVEIRA, F.D.; CABRAL, A.C.A.; SANTOS, S.M.; PESSOA, M.N.M. Governança corporativa e desempenho econômico: Uma análise dos indicadores de desempenho entre os três níveis do mercado diferenciado da BM&FBOvespa. **REGE – Revista de Gestão**, v. 22, n. 2, p. 187-204, abr./jun. 2015.

MACÊDO, F.F.R.R.; MOURA, G.D.; DAGOSTINI, L.; HEIN, N. Evidenciação ambiental voluntária e as práticas de governança corporativa de empresas listadas na BM&FBOVESPA. **Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 16, n. 1, p. 3-18, jan./abr., 2013.

MACEDO, M.A.S.; CORRAR, L.J. Análise comparativa do desempenho contábil-financeiro de empresas com boas práticas de governança corporativa no Brasil. **Revista de Contabilidade e Controladoria**, v. 4, n.1, p 42-61, jan./abr. 2012.

MARTINEZ, A.L. Quando o conselho de administração e a auditoria evitam o gerenciamento de resultados? Evidências empíricas para empresas brasileiras. **Revista de Informação Contábil (RIC)**, v. 4, n. 1, p 76-93, jan./mar., 2010.

MARTINS, G.A.; THEÓPHILO, C.R. **Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

MARTINS, O.S.; PAULO, E. Assimetria de informação na negociação de ações, características econômico-financeiras e governança corporativa no mercado acionário brasileiro. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 25, n. 64, p. 33-45, jan./abr. 2014.

MONKS, R.A.G.; MINOW, N. *Corporate governance*. 5. ed. Chichester, UK: John Wiley & Sons, 2011.

MURCIA, F.D.R.; WUERGES, A. Escolhas contábeis no mercado brasileiro: divulgação voluntária de informações versus gerenciamento de resultados. **Revista Universo Contábil**, v. 7, n. 2, p. 28-44, abr./jun., 2011.

MYERS, S.C. Determinants of corporate borrowing. **Journal of Financial Economics**, v. 5, n. 2, p. 147-175, 1977.

NARDI, P.C.C.; NAKAO, S.H. Impacto da entrada nos níveis diferenciados de governança corporativa sobre a imagem institucional das empresas. **Contabilidade Vista e Revista**, v. 19, n. 2, p. 85-111, abr./jun. 2008.

NG, P.P.H.; TAI, B.Y.K. An empirical examination of the determinants of audit delay in Hong Kong. **British Accounting Review**, v. 26, p. 43-59, 1994.

PINCUS, K.; RUSBARSKY, M.; WONG, J. Voluntary formation of corporate audit committees among NASDAQ firms. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 8, n. 4, p. 239-265, 1989.

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

ROSS, S.A. The economic theory of agency: the principal's problems. **American Economic Review**, v. 63, n. 2, p. 134-139, 1973.

SAITO, R.; SILVEIRA, A.D.M. Governança corporativa: custos de agência e estrutura de propriedade. **Revista de Administração de Empresas**, v. 48, n. 2, p. 79-86, 2008.

SHEN, C.-H.; CHIH, H.-L. Earnings management and corporate governance in Asia's emerging markets. **Corporate Governance: An International Review**, v. 15, n. 5, p. 999-1021, 2007.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R.W. Management entrenchment: The case of manager-specific investments. **Journal of financial economics**, v. 25, n. 1, p. 123-139, 1989.

SILVA, A.C.; SUBRAHMANYAM, A. Dual-class premium, corporate governance, and the mandatory bid rule: Evidence from the Brazilian stock market. **Journal of Corporate Finance**, v. 13, n. 1, p. 1-24, 2007.

SILVEIRA, A.D.M.; BARROS, L.A.B.C. Determinantes da qualidade da governança corporativa das companhias abertas brasileiras. **REAd - Revista Eletrônica de Administração**, v. 14, n. 3, p. 512-540, 2008.



SILVEIRA, A.D.M.; BARROS, L.A.B.C.; FAMÁ, R. Estrutura de governança e valor das companhias abertas brasileiras. **Revista de Administração de Empresas**, v. 43, n. 3, p. 51-64, jul./set., 2003.

SILVEIRA, A.D.M.; PEROBELLI, F.C. BARROS, L.A.B.C. Governança corporativa e os determinantes da estrutura de capital: Evidências empíricas no Brasil. **RAC - Revista de Administração Contemporânea**, v. 12, n. 3, p. 763-788, jul./set., 2008.

SMITH, C.W.; WARNER, J.B. On financial contracting: an analysis of bond covenants. **Journal of Financial Economics**, v. 7, n. 2, p. 117-161, 1979.

SMITH, M. **Research methods in accounting**. Londres: SAGE Publications, 2003.

SOUZA, F.C.; MURCIA, F.D.R.; MARCON, R. Bonding hypothesis: Análise da relação entre disclosure, governança corporativa e internacionalização de companhias abertas no Brasil. **Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 14, n. 2, p. 62-81, mai./ago., 2011.

SPENCE, M.; ZECKHAUSER, R. Insurance, information, and individual action. **American Economic Review**, v. 61, n. 2, p. 380-387, 1971.

STEIN, J.C. Efficient capital markets, inefficient firms: a model of myopic corporate behavior. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 104, n. 4, p. 655-669, 1989.

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

TORRES, D.; BRUNI, A.L.; RIVERA-CASTRO, M.A.; MARTINEZ, A.L. Estrutura de propriedade e controle, governança corporativa e o alisamento de resultados no Brasil. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v. 1, n. 13, p. 11-34, jan./jun., 2010.

TSIPOURI, L.; XANTHAKIS, M. Can corporate governance be rated? Ideas based on the Greek experience. **Corporate Governance-an International Review**, v. 12, n. 1, p. 16-28, 2004.

VIEIRA, K.M.; VELASQUEZ, M.D.P.; LOSEKANN, V.L.; CERETTA, P.S. A influência da governança corporativa no desempenho e na estrutura de capital das empresas listadas na BOVESPA. **Revista Universo Contábil**, v. 7, n. 1, p. 49-67, jan./mar., 2011.

WATTS, R.L.; ZIMMERMAN, J.L. Agency problems, auditing, and the theory of the firm: some evidence. **Journal of Law & Economics**, v. 26, n. 3, p. 613-633, 1983.

WILSON, R. The Theory of Syndicates. **Econometrica**, v. 36, n. 1, p. 119-132, 1968.