

ADOÇÃO DAS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA NAS EMPRESAS LISTADAS NA B3.

ELAINE APARECIDA MARUYAMA VIEIRA NAKAMURA
UNIVERSIDADE NOVE DE JULHO (UNINOVE)

IVANO RIBEIRO
UNIVERSIDADE ESTADUAL DO OESTE DO PARANÁ (UNIOESTE)

Agradecimento à orgão de fomento:

“O presente trabalho foi realizado com apoio da Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior - Brasil (CAPES) - Código de Financiamento 001”. “This study was financed in part by the Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior - Brasil (CAPES) - Finance Code 001”.

ADOÇÃO DAS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA NAS EMPRESAS LISTADAS NA B3.

1. INTRODUÇÃO

No contexto do mundo corporativo atual, empresas bem-sucedidas são aquelas que possuem um modelo de gestão alinhado com suas características empresariais, com base nas melhores práticas emanadas pela academia e das experiências vivenciadas pelas organizações que apresentam melhores desempenhos. Entende-se que uma boa gestão tende a adotar técnicas mais sofisticadas de análise para tomada de decisão e envolve aspectos de cultura organizacional. Uma boa governança, por sua vez, envolve diferentes aspectos e perspectivas consolidados num modelo de governança adotado pela empresa, e que visa, principalmente, o desempenho corporativo sustentável, (Klein, Mahoney, McGahan & Pitelis 2019, Daily, Dalton & Cannella 2003, Cornell & Shapiro, 1987).

A governança corporativa já é algo de interesse do gestor não somente pela forma de gerir com transparência, portanto, mas porque possa estimular um melhor desempenho das organizações. Apesar do aumento de interesse em governança corporativa, ela recentemente ganhou notoriedade face à última crise financeira da Ásia juntamente com a série de escândalos corporativos como a Enron, Health South, Tyco e WorldCom no início dos anos 2000, (Agrawal & Chadha, 2005). Estes acontecimentos parecem ter abalado a confiança, do mercado sobre a forma pela qual as organizações eram geridas, o que tem levado os investidores e cidadãos a duvidar das habilidades dos gestores para garantir a informação financeira confiável sobre as organizações. Assim, o termo governança corporativa, emerge como uma gestão empresarial responsável e controle voltado à criação de valor a longo prazo. Em outras palavras, a governança corporativa é caracterizada como um processo pelo qual a alta gerência atua na empresa de modo a garantir o seu bom funcionamento e desenvolvimento (Kocmanová et al. 2011). No Brasil os princípios de governança corporativa estão previstos no Código de Governança Corporativa Brasileira, elaborado pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC).

Ao longo do tempo, os estudos sobre governança iniciaram-se pela separação entre propriedade e controle, passando para a visão contratual e a ótica dos conflitos de agência, envolvendo questões como a racionalidade limitada e comportamento oportunista dos gerentes, chegando aos estudos mais atuais sobre distribuição de poder, responsabilidades e desempenho (Qiu & Freel, 2019, Bammens, Voordeckers & Van Gils, 2011). Devido à alta tecnologia e à constante troca de informações, a falta de um nível de governança estruturado, ou um nível implementado de forma equivocada, pode ocasionar várias perdas para a companhia e para seus acionistas. Com os atuais altos índices de corrupção e lavagem de informações, cada vez mais os envolvidos nos processos empresariais primam pela transparência e confiabilidade das informações passadas pelas empresas ao mercado de capitais. Além disso, as empresas que visam à abertura de capital na Bolsa do Brasil, têm se preocupado amplamente com o tema em questão, pois o mercado e seus acionistas valorizam a transparência e as métricas bem definidas que somente um nível alto de governança pode oferecer às organizações. Um nível elevado de controle reflete em um aumento dos valores da organização e contribui de forma significativa para solidificar a empresa entre as melhores do seu ramo de atuação, (Gebing, Brido & Scheuermann 2015).

A BM&Fbovespa, atual B3, lançou em dezembro de 2000 o Novo Mercado (NM) e os Níveis diferenciados de governança corporativa (NDGC) com dois objetivos principais: diminuir a assimetria informacional entre investidores e empresas por meio de maior transparência quanto às informações divulgadas e reduzir o custo de capital das empresas que se adequassem às novas

regras, (Aguiar, Corrar & Batistella, 2004). Trata-se de um instrumento da B3, que caracteriza e valoriza aquelas empresas que detinham maiores níveis de governança corporativa em suas gestões. Em uma economia globalizada e capitalista, em que as empresas competem massivamente, estas empresas necessitam mostrar resultados cada vez melhores, com estratégias corporativas mais efetivas para seu bom desempenho. Nesta pesquisa o objetivo é mensurar a adoção de elementos da governança corporativa nas empresas listadas na B3, no período de 2018. O índice de governança corporativa foi baseado nos estudos de Famá, Silveira e Barros (2004) e de Silveira e Barros (2008). O índice de Governança Corporativa, denominado IGOV, foi calculado a partir de um conjunto de 20 quesitos binários, apresentados na Tabela 2, cujas respostas foram obtidas através de dados secundários.

De forma geral, o desenvolvimento da pesquisa justifica-se por identificar o nível de adoção de governança corporativa pelas empresas, considerando como fator de qualidade e melhor desempenho. Um nível elevado de controle reflete em um aumento dos valores da organização, e contribui de forma significativa para solidificar a empresa entre as melhores do seu ramo de atuação (Gebing, et al. 2015). Para as medidas de Governança Corporativa, utiliza-se empresas de capital aberto classificadas em algum nível de governança corporativa listadas na B3, NM, N1 e N2, excluindo empresas financeiras e seguradoras e dados faltantes. Para aplicação do IGOV, os dados foram obtidos através de um questionário com 20 quesitos, respondidas pelo pesquisador, mediante análise de informações públicas disponíveis nos sites oficiais de cada empresa da amostra.

Apresentou-se na seção 1 a introdução. As demais seções estão organizadas da seguinte forma: na seção 2 está o referencial teórico, na seção 3 foi apresentada a metodologia para a elaboração da pesquisa, a seção 4 são apresentados os resultados e, por fim, a seção 5 a conclusão do trabalho.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

Conteúdo desenvolvido para dar base teórica à pesquisa.

2.1 Panorama de Gestão das Empresas

Seguindo uma tendência mundial, as empresas no Brasil estão cada vez mais preocupadas com a responsabilidade social (Coutinho & Macedo-Soares 2002). Além disso, as empresas que visam à abertura de capital na Bolsa têm se preocupado amplamente com o tema em questão, pois o mercado e seus acionistas veem com bons olhos a transparência e as métricas bem definidas, que somente um nível alto de governança pode oferecer às organizações. Com isso, a governança corporativa vem ganhando destaque cada vez maior nas diretorias de organizações mundo afora. As métricas adotadas pelos mais diversos níveis de governança são úteis para o gerenciamento das empresas, e são capazes de definir as diretrizes de alinhamento entre as administrações e seus acionistas.

Nos últimos anos, mais precisamente a partir da década de 1980, as relações entre o mundo corporativo e a sociedade, entre as empresas de uma mesma cadeia de negócios, e entre os acionistas, os conselhos e a direção executiva, têm se modificado de forma substancial. O principal foco da governança, neste cenário de mudanças, tem sido, portanto, a análise dos objetivos das companhias, tendo em vista suas interfaces com as demandas e os direitos dos *stakeholders*, (Andrade & Rossetti, 2007). Os autores ainda discursam que os valores que dão sustentação à governança corporativa podem ser divididos em quatro: *fairness*, *disclosure*, *accountability* e *compliance*. O primeiro versa pela igualdade no tratamento dos acionistas, sejam majoritários ou minoritários; já o segundo, diz respeito à transparência das informações, em especial as que impactam os negócios e que envolvem resultados, oportunidades e riscos; o terceiro aborda a prestação de contas responsável, de acordo com as melhores práticas contábeis

e de auditoria; finalmente, o quarto, versa acerca da conformidade no atendimento de normas reguladoras, expressas nos estatutos sociais, nos regimentos internos e nas instituições legais do país (Mazzioni et al. 2015).

A governança corporativa também busca solucionar o chamado conflito de agência, presente a partir da existência da separação entre a propriedade e a administração da empresa. A preocupação maior é criar mecanismos eficientes, como sistemas de monitoramento e incentivo, para garantir que o comportamento dos agentes esteja alinhado com o interesse dos principais relacionados. De acordo com a Teoria da Agência, existe a necessidade de alinhar os interesses dos agentes aos interesses do principal, considerando-se que nem sempre o agente tem propensão a agir de acordo com o interesse do principal (Jensen & Meckling, 1976, Myers, 2001). A ausência de separação entre propriedade e controle aumentam o valor para o acionista devido ao fato de reduzir os conflitos de interesse, Morck et al. (1988). Jensen e Meckling (1976), mostram as fontes de conflito entre acionistas e administração, e entre *insiders* (controladores e acionistas que pertencem à administração) e *outsiders* (minoritários). Os *insiders* podem tomar decisões em benefício próprio em relação aos *outsiders*. Esses conflitos são frequentes no mercado brasileiro, pois, em geral, a estrutura acionária é concentrada, com controle bem definido, e desvios da relação uma ação - um voto são significativos, em virtude principalmente da popularidade da emissão de ações preferenciais.

Foram realizados estudos em empresas em mercados emergentes, incluindo o Brasil, e encontraram evidências de que a alavancagem aumenta o valor das empresas onde existe uma elevada separação entre os direitos de fluxo de caixa e de controle. Os resultados são consistentes com a ideia de que o aumento de dívidas provoca um maior monitoramento da firma, reduzindo os potenciais custos de agência, (Harvey, Lins & Roper, 2001). No Brasil, o conflito predominante ocorre entre majoritários e minoritários, considerando-se que devido à grande concentração da propriedade e pela sobreposição com a gestão, os conflitos de agência tornam-se inexpressivos (Andrade & Rossetti, 2006).

2.2. Governança Corporativa no Mundo

O termo governança corporativa, tornou-se mais presente na literatura de administração de empresas no início dos anos oitenta, mas é atualmente motivo de discussão em diversas áreas. A governança corporativa tem sido discutida nas áreas de direito, economia, contabilidade e finanças, e envolve amplo debate tanto no meio acadêmico quanto no ambiente empresarial, Shleifer e Vishny (1997). A discussão sobre governança corporativa teve suas origens no trabalho de Berle e Means (1932), em que foi identificada uma mudança significativa na estrutura societária das empresas americanas, apresentando maior dispersão da base acionária. O enfoque contratual das relações econômicas passou a despertar o interesse de profissionais e acadêmicos. Conforme Carvalhal (2004), a teoria da agência passou a relacionar-se não apenas com a ocorrência de assimetria de informações entre os agentes, mas também com o direito de propriedade e os contratos.

A governança corporativa pode ser considerada o principal foco da alta gestão nas organizações, principalmente após 2002 com os problemas de governança ocorridos no mercado de capitais norte-americano, como o caso da Enron, WorldCom, Xerox, (Silveira, 2006). De acordo com o IBGC, de modo geral, pode-se dividir os sistemas de governança corporativa no mundo da seguinte forma:

- *Outsider System* (acionistas pulverizados e tipicamente fora do comando diário das operações da companhia)
- Sistema de governança anglo-saxão (Estados Unidos e Reino Unido): estrutura de propriedade dispersa nas grandes empresas; papel importante do mercado de ações na

economia; ativismo e grande porte dos investidores institucionais; e, foco na maximização do retorno para os acionistas (*shareholder oriented*).

– *Insider System* (grandes acionistas tipicamente no comando das operações diárias, diretamente ou via pessoas de sua indicação): Sistema de governança da Europa Continental e Japão: estrutura de propriedade mais concentrada; presença de conglomerados industriais-financeiros; baixo ativismo e menor porte dos investidores institucionais; e, reconhecimento mais explícito e sistemático de outros *stakeholders* não financeiros, principalmente funcionários “*stakeholder oriented*”.

O tipo de sistema de governança corporativa adotado pelas empresas depende, na maioria das vezes, do ambiente em que estão inseridas. O modelo americano de governança corporativa está direcionado ao acionista, utiliza mecanismos cujos objetivos consistem no alinhamento dos interesses da administração aos dos acionistas. Essa é uma das razões pelas quais, nos Estados Unidos, as ações têm um valor maior quando comparadas com outros mercados. Nos Estados Unidos e no Reino Unido, os mercados de capitais participam mais do controle acionário das empresas. Na Alemanha e no Japão, as instituições financeiras participam do controle das organizações. Na Europa Continental, os acionistas se organizam em blocos para poderem exercer o poder nas companhias (Rotta, 2004).

Os sistemas de governança japonês e alemão são parecidos, possuem como característica principal a presença de uma grande concentração de propriedade que gera incentivo e poder de monitorar e controlar a administração das empresas (Xu & Wang, 1997). O sistema alemão é caracterizado por um nível maior de concentração acionária e por uma participação acionária de longo prazo, por isso, nesse sistema, as organizações possuem investidores que detêm parcela significativa das ações e, devido a esse fato, podem gerenciá-las de forma mais efetiva. Essa concentração de propriedade dá ao investidor o incentivo e a capacidade para monitorar e controlar a administração (Marchet, 2001).

A OECD define governança corporativa como um conjunto de relações entre a gerência corporativa e o conselho diretivo e demais grupos que possuam algum vínculo direto com a empresa. A principal responsabilidade do órgão de governança de uma organização é assegurar que ela cumpra todos os objetivos dos “donos”, então isso significa fazer a diretoria trabalhar em nome dos acionistas. Uma questão evidente, mas pouco utilizada: “qual é a intenção de um conselho e suas deliberações sobre a estratégia”? Então Johnson, Scholes e Whittington (2007, p. 207) respondem: “Há diferenças importantes entre os países na forma de propriedades das companhias, o que conduz as diferenças relativas ao papel, à composição e ao modus operandi da diretoria”. Por isso, é enfatizado também que, os diretores têm uma influência considerável na forma como os objetivos de uma organização são moldados e na maneira como a estratégia é desenvolvida. Em um contexto geral uma maior proporção de membros do conselho resulta em um monitoramento mais eficaz das atividades do conselho, limitando assim o oportunismo gerencial. A estrutura da governança especifica a atribuição dos direitos e responsabilidades dos diferentes participantes da empresa, como dirigentes, acionistas e outras partes interessadas (*stakeholders*), e detalha as regras e procedimentos para tomada de decisões no que se refere aos assuntos corporativos. Por isso, fornece a estrutura pela qual os objetivos da companhia são definidos, tanto quanto se definem os meios para atingir estes objetivos e monitorar seu desempenho.

O Comitê de Governança Corporativa da OCDE, lançado pela primeira vez em maio de 1999 e revisto em 2004, fez uma nova revisão dos Princípios da OCDE de Governança Corporativa. Este processo foi iniciado em 2014 e concluído em 2015. Os Princípios da OCDE são uma das doze principais normas para sistemas financeiros sólidos do Conselho de Estabilidade Financeira (FSB) e formam a base para o componente de governança corporativa do Relatório sobre a Observância de Padrões e Códigos do Grupo Banco Mundial. Como parte deste

processo, a OCDE realizou comentário público sobre um projeto de texto revisto entre 14 de novembro de 2014 e 4 de janeiro de 2015. A justificativa para a revisão foi assegurar a sua alta qualidade, relevância e utilidade, tendo em conta os recentes desenvolvimentos no setor corporativo e mercados de capitais das empresas. O resultado fornece aos reguladores e outros órgãos um valor de referência para o estabelecimento de um quadro eficaz de governança corporativa. Os princípios baseiam-se em experiências em países membros e trabalhos anteriores realizados no âmbito da organização, inclusive o do Grupo de Assessoria do Setor Empresarial de Governança Corporativa da OCDE. A intenção destes princípios é que sejam concisos, compreensíveis e acessíveis à comunidade internacional. As empresas devem reconhecer o direito de todos os acionistas e assegurar a equidade no tratamento e igual acesso à informação da empresa, como referido nos princípios de governança corporativa da OCDE.

2.3 Governança Corporativa no Brasil

Um importante marco para governança corporativa no Brasil e da difusão de boas práticas foi a criação, no final de 1995, do Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração (IBCA). O foco dessa instituição era reunir e promover a formação de profissionais qualificados para atuação e que contribuíssem para o desenvolvimento da gestão das companhias. Em 1999, esta instituição ampliou seus objetivos, mudando sua denominação para Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, atual IBGC, e lançou o Código Brasileiro das Melhores Práticas de Governança Corporativa. Em 2000 o IBGC viria a ganhar força com a criação do Novo Mercado e dos Níveis Diferenciados de governança corporativa da Bovespa, distribuídos nos Níveis 1 e 2, (IBGC, 2017).

A governança corporativa leva em conta os principais conceitos em relação à Contabilidade, tais como: transparência, equidade, prestação de contas e responsabilidade corporativa. Ademais leva o entendimento e auxilia na solução de conflitos existentes entre os diversos usuários das informações, dentre eles os *stakeholders*. Assim sendo, para Malacrida e Yamamoto (2006) a contabilidade interage com a governança corporativa na tentativa de mostrar opções, não apenas em relação às questões concernentes aos controles internos como também à prestação de contas, a qual envolve a divulgação das informações a todos os usuários de tais informações.

Assim, o IBGC juntamente com a B3, percebeu a necessidade da criação de diferentes níveis de governança corporativa e de maior confiabilidade do investidor no mercado brasileiro. Interessado em disseminar as vantagens no aprimoramento das práticas de governança corporativa para as empresas, em 2001, lançou o seu Código de Melhores Práticas, com os procedimentos para atingir os valores fundamentais de Governança Corporativa. O IBGC, organização exclusivamente dedicada à promoção da governança corporativa no Brasil, é o principal fomentador das práticas e debate sobre o tema no país, alcançando reconhecimento nacional e internacional. O instituto exerce um importante papel na disseminação das práticas de governança corporativa no Brasil, (IBGC 2004).

Os princípios e práticas de boa governança corporativa atingem qualquer tipo de organização, independentemente do porte ou natureza jurídica. Entretanto, o código desenvolvido pelo IBGC foi criado com o foco em organizações empresariais (IBGC, 2017). O Código de melhores práticas é dividido em 6 pontos: Propriedade (sócios); Conselho de Administração; Gestão; Auditoria Independente; Conselho Fiscal; Conduta e Conflito de Interesses. Segundo o IBGC (2017), de forma sucinta, define-se:

Propriedade: cada sócio é um proprietário da organização, na proporção de sua participação no capital social. Conselho de administração: órgão colegiado encarregado do processo de decisão de uma organização em relação ao seu direcionamento estratégico. Guardião do objeto social e

do sistema de governança, obrigatoriamente presente em todas as organizações, e deve ser eleito pelos sócios e agir sempre em favor do melhor interesse da organização como um todo.

Gestão: é instituído pelo diretor-presidente da organização e atua como elo entre Conselho de Administração e Diretoria. Responsável pela execução das diretrizes fixadas pelo conselho.

Auditoria independente: órgão externo à empresa responsável pela auditoria da demonstração financeira da mesma. No relatório específico de recomendações elaborado pelos auditores, contém revisão e avaliação dos controles internos da organização.

Conselho Fiscal: Pode ser permanente ou não, seus principais objetivos são: fiscalizar os atos dos administradores e cumprimentos e deveres legais; opinar sobre o relatório anual da administração e propostas elaborada por esses; denunciar qualquer membro aos órgãos de administração; analisar os balancetes; analisar as demonstrações financeiras do exercício atual.

Conduta e conflitos de interesses: Toda organização deve conter um código de conduta visando atender às respectivas leis do país. O documento é elaborado pela diretoria, de acordo com as políticas e princípios definidos no conselho de administração. Deve refletir a cultura da empresa e demonstrar caminhos para denúncias ou resolução de problemas de ordem ética.

Dentro dessa postura ética ampliada, a responsabilidade social corporativa está relacionada às formas como a organização excede suas obrigações mínimas para com os *stakeholders*, especificadas através de regulamentação e governança corporativa (Johnson, Scholes & Whittington, 2007). O Brasil atualmente está em um patamar que coloca conformidade como um dos pilares da governança corporativa ao garantir o cumprimento das normas, leis e políticas internas e externas à organização, bem como ao fortalecer o ambiente ético por meio de controles internos e aumento da transparência. “Certamente não se pode falar em governança corporativa e sustentabilidade sem se referir à ética e conseqüentemente considerar sua importância [...]” (Manzi, 2008, p. 123). Outro aspecto que também faz parte do tema e precisam ser considerados, são os mecanismos que mostram estatisticamente significativos quanto ao uso intenso entre as empresas que afirmam possuir um modelo formal de Governança de TI. Inclusive a percepção dos executivos em relação ao impacto proporcionado pelos mecanismos de governança de TI na gestão de TI identificou como primeiro grau em termos de importância para o gerenciamento de TI, e em segundo as práticas de governança corporativa foi apontada como um mecanismo de forte impacto sobre a gestão de TI, proporcionando a redução de riscos de fraude, a revisão de procedimentos, o desenvolvimento de práticas mais eficientes e uma melhor distribuição de responsabilidades (Lunardi, 2008).

A necessidade de uma governança bem definida e mais exigente dentro da organização aumenta cada vez mais com o passar do tempo. A complexidade dessas organizações requer estruturas de governança mais elaboradas, ou seja, maior controle nos negócios e no processo de tomada de decisões. As ferramentas de governança são inovações de apoio de extrema importância para tornar as organizações mais controladas sem que deixem de ser ágeis (Bowena, Cheung & Rohdeb, 2007). As organizações devem ser ágeis, eficientes, flexíveis e inovadoras. A inovação é um importante ativo intangível (Albertin & Albertin, 2005). Kerin e Peterson (1983, p. 40), por sua vez, mencionam, [...] o gerenciamento estratégico é a maneira de pensar que integra amplamente os pontos de vista estratégicos e operacionais e as decisões no sentido de dirigir os recursos em direção a oportunidades consistentes com as capacidades da empresa, a fim de atingir uma vantagem diferencial sustentável.

Atualmente, no Brasil, as empresas já possuem a área de risco socioambiental na estrutura de Governança, para captação de clientes e manutenção de relacionamentos, até mesmo para concessão de créditos e empréstimos realizando diligências necessárias, incluindo visitas aos clientes, evitando que sejam envolvidas em projetos que apresentem grande potencial de envolvimento com problemas de degradação a natureza e a sociedade, conforme Almeida et al (2012). Observando os princípios da governança corporativa, percebe-se que isso se torna em

vários benefícios que as empresas podem ter com um otimizado conselho de administração, bem como, com uma governança corporativa que proporciona toda a sustentação para fortes e diferenciadas vantagens competitivas, e também para negócios, produtos e serviços de sucesso. Para tanto, a B3 definiu um segmento especial, composto por três níveis que se diferenciam pelo grau de aderência da companhia a essas práticas e à adesão às práticas de governança corporativa é realizada pela adesão voluntária.

2.3.1 Níveis de Governança Corporativa da B3

Os níveis e qualidade de governança corporativa foram criados em 2000 pela antiga Bolsa de Valores (Bovespa). Os segmentos especiais de listagem, Novo Mercado (NM), Nível 1 (N1) e Nível 2 (N2) prezam por rígidas regras de governança corporativa, regulamentadas pela Lei das Sociedades por Ações (Lei das S.A.). Foram criados com objetivo de promover e desenvolver o mercado de capitais brasileiro e melhorar a avaliação das companhias que decidirem, voluntariamente, aderir aos segmentos especiais de listagem. Essas companhias se comprometem a adotar voluntariamente, práticas de governança corporativa adicionais às que são exigidas pela legislação brasileira, incluindo regras societárias que ampliam os direitos dos acionistas, além da adoção de uma política de divulgação de informações mais transparentes e abrangentes. Essas companhias do Novo Mercado, podem emitir somente ações ordinárias, sendo vedada a emissão de ações preferenciais (Santana, 2006). A adesão é feita por meio do contrato de Adoção de Práticas Diferenciadas de governança corporativa. A partir de então, fica obrigatório à empresa o cumprimento das exigências do nível aderido, tendo a B3, o dever de fiscalizar e, se for o caso, punir os infratores (BMF&FBovespa, 2009), atual B3.

Com regulamentação, os acionistas se sentem mais seguros e com garantias para realizar novos investimentos, com informações completas para controladores, gestores da companhia e participantes do mercado, reduzindo o risco de realização de uma operação financeira equivocada. A B3, disponibiliza informativo referente a cada nível de governança corporativa, então serão apresentados os requisitos e os procedimentos mais relevantes para a organização/companhia decidir aderir aos níveis.

Nível 1 (N1): Em sua essência, os compromissos que as empresas do Nível 1 assumem refere-se a informações que auxiliarão na avaliação da empresa: Informação adicionais nas Informações Trimestrais (ITRs): Nas ITRs devem constar: Demonstrações Financeiras Consolidadas; Demonstrações dos Fluxos de Caixa da companhia e do consolidado; Abertura da Posição Acionária; a quantidade e as características dos valores mobiliários de emissão da companhia; evolução da posição dos valores mobiliários; relatório de revisão especial emitido por auditor independente. Informações adicionais nas Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFPs). Nas DFPs devem constar também, os Demonstrativos de Fluxo de Caixa da companhia e do consolidado. As Informações Anuais (IAN), devem apresentar os seguintes dados de quantidade e as características dos valores mobiliários de emissão da companhia detidos pelos grupos de controladores, membros do Conselho de Administração, diretores e membros do Conselho Fiscal; Evolução da posição dos valores mobiliários; Quantidade de ações em circulação, por espécie e classe, e sua porcentagem em relação ao total das ações emitidas.

Nível 2 (N2): Para aderir ao Nível 2, dentre os requisitos, os mais relevantes são os compromissos societários que garantem maior equilíbrio de direitos entre todos os acionistas. Caso a empresa tenha ações preferenciais, deve conferir direito de voto nos seguintes assuntos: transformação, fusão, incorporação ou cisão; aprovação de contratos; avaliação de bens para aumento de capital. Em caso de venda do controle acionário, o comprador estenderá a oferta de compra a todos os demais acionistas detentores de ações ordinárias. A companhia não deve ter partes beneficiárias.

A adesão das companhias ao nível 1 ou ao nível 2, depende do grau de compromisso assumido. Verifica-se que a maior parte dos compromissos que as empresas nível 1 assumem perante os investidores refere-se ao fornecimento de informações que auxiliam na avaliação sobre o valor da empresa, além disso, não deverá ter partes beneficiárias.

Novo Mercado (NM): O Novo Mercado conduziu o mercado para um elevado padrão de governança corporativa, e se tornou modelo de transparência de informações e governança corporativa. Tal adesão implica em um conjunto mais rigoroso de regras adicionais do que são exigidos pela legislação brasileira. Esse modelo ampliou os direitos dos acionistas, caracterizado, principalmente, pela exigência de emissões de ações ordinárias, estabeleceu regras diferenciadas para seus administradores e seus acionistas, inclusive o seu acionista controlador. Nas negociações de valores mobiliários algumas exigências foram definidas: limitações de voto, disposição do estatuto social, pedido de autorização para comercialização de ações, exigência de emissões de ações somente com direito de voto. Em relação à administração da companhia, as exigências são: vedação à acumulação de cargos, normas referentes a competência, deveres e responsabilidades dos cargos e divulgação dos cargos e sobre o Conselho Fiscal, as exigências são: normas referentes a competência, deveres, responsabilidade e composição do Conselho.

A lista das empresas no Novo Mercado proporciona uma série de beneficiados. Os investidores: os benefícios ligados aos investidores estão relacionados a uma maior precisão na precificação das ações; melhora no processo de acompanhamento e fiscalização; maior segurança quanto aos seus direitos societários e a redução de riscos. A própria empresa: benefícios relacionados a melhora de sua imagem institucional; maior demanda por suas ações; valorização das ações e menor custo de capital.

Ao mercado acionário: benefícios ligados ao aumento de liquidez das empresas; aumento de emissões e canalização da poupança na capitalização das empresas. Ao país: benefícios ligados ao país estão relacionados a ter empresas mais fortes e competitivas e a dinamização da economia.

3. MÉTODO

Apresentação do método aplicado na pesquisa e os detalhes da coleta de dados.

3.1 Índice de Governança Corporativa – IGOV

Com o objetivo de medir a qualidade da governança das empresas brasileiras, Leal e Carvalhal (2004), desenvolveram um índice de governança corporativa, que conta com 15 quesitos binários, cujas respostas foram obtidas a partir de informações públicas, e serve como medida ampla da qualidade da governança corporativa das empresas. Tal índice é composto por 4 constructos: Transparência, Controle e conduta, Composição e funcionamento e Direito de acionistas. Considerando tal similaridade de um índice de Governança amplo, com base nisso, Famá, Silveira e Barros (2004), criaram o IGOV. Cumpre ressaltar que IGOV fora construído mediante dados secundários, isto é, dados fornecidos pelas respectivas empresas da amostra nas páginas de relacionamento com os investidores.

O índice foi construído de forma a levar em conta quatro dimensões consideradas importantes pela literatura para avaliação das práticas de governança corporativa: acesso às informações; conteúdo das informações, que envolve a tentativa da companhia de mostrar transparência; estrutura do conselho de administração; e estrutura de propriedade e controle, que envolve o processo decisório da alta gestão por meio do conselho de administração e da propriedade e controle de ações. O Índice foi elaborado com base nas recomendações dos códigos de melhores práticas de governança corporativa do IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa)

e da CVM (Comissão de Valores Mobiliários), Silveira e Barros, (2008), apresentado no Quadro 1.

Dimensão de Governança	#	Quesitos do índice de governança (IGOV)
Acesso às Informações	1.	É possível obter o Relatório Anual (RA) da companhia via Internet?
	2.	O website dispõe de documentos relativos à governança corporativa?
	3.	O website dispõe de apresentações para analistas ou dados que possibilitem projeções operacionais e financeiras da empresa?
	4.	O website é bilíngue e possui uma seção de Relações com os Investidores? Acesso às Informações.
	5.	Não houve necessidade de contato direto com a companhia para obtenção de informações sobre a empresa?
Conteúdo das Informações Públicas	6.	O RA inclui uma seção específica dedicada à implementação de princípios de governança corporativa?
	7.	O RA, website ou algum outro documento explica a remuneração global dos executivos?
	8.	Os demonstrativos são apresentados em US-GAAP ou IAS-GAAP?
	9.	O RA, website ou algum outro documento inclui uma seção com estimativas de lucros ou projeções de retornos financeiros?
Estrutura do conselho de administração	10.	O RA, website ou algum outro documento corporativo apresenta o valor adicionado/destruído pelo negócio no período com base em alguma medida de lucro econômico?
	11.	Os cargos de Diretor Executivo e Presidente do conselho de administração são ocupados por pessoas diferentes?
	12.	A empresa possui um conselho de administração com 5 a 9 membros?
	13.	Mais do que 80% do conselho de administração é composto por conselheiros externos?
	14.	O conselho de administração possui mandato unificado de um ano?
	15.	A empresa não possui acordo de acionistas?
Estrutura de Propriedade e Controle	16.	A empresa emite apenas ações com direito a voto (ON)?
	17.	As ações preferenciais correspondem a menos que 50% do total de ações?
	18.	O (s) controlador (es) possui (em) menos do que 70% do total de ações ordinárias?
	19.	O excesso (DIF) de direitos de controle (%ON) em relação aos direitos sobre o fluxo de caixa (%TA) do controlador é menor que 23%?
	20.	A empresa concede <i>tag along</i> aos detentores de ações preferenciais?

Quadro 1 - Quesitos do IGOV

Fonte: Silveira e Barros (2008)

3.2 Coleta de Dados

Para a coleta de dados, foram utilizadas a fonte de informação o portal da B3, que fornece todos os dados financeiros das companhias pesquisadas – NM (Novo Mercado), N1 (nível 1) e N2 (nível 2). Existem 175 empresas de capital aberto, classificadas em algum dos níveis de governança corporativa, todas listadas na B3. Para tanto, foram aplicadas as seguintes exclusões da amostra: (i) empresas que apresentaram *missings values* (dados faltantes); e (ii) empresas financeiras e seguradoras, totalizando a amostra em uma quantidade de 115 companhias de capital aberto, classificadas nos níveis de Governança, que comporão a amostra a ser testada, resultando outras 374 empresas não classificadas para o estudo.

Cumpramos ressaltar que as empresas da amostra estão subdivididas em diversos setores de atividades, os quais se pode destacar: Agro e Pesca, Alimentos e Bebidas, Comércio, Construção, Eletroeletrônicos, Energia Elétrica, Minerais não Metais, Mineração, Máquinas Industria, Papel e Celulose, Petróleo e Gás, Química, Siderurgia e Metalurgia, Software e Dados, Telecomunicações, Têxtil, Transporte Serviços e Veículos e peças.

Como forma de mensuração da distribuição dos níveis de Governança Corporativa, a Tabela 1 indica o número de empresas em cada nível de governança com relação ao número total de empresas listadas na B3.

Tabela 1 - Distribuição nos níveis de GC da B3.

Segmento de Listagem	Número de empresas
Total de empresas inscritas na B3 (capital aberto)	489
Empresas classificadas em algum nível de Governança Corporativa	175
Nível 1 (N1)	28
Nível 2 (N2)	19
Novo Mercado (NM)	128
Exclusão das Empresas classificadas no segmento Bancos, seguradoras ou com dados faltantes	(60)
Total de Empresas Testadas	115

Fonte: site B3 (2018).

Foram classificadas as empresas listadas na B3, em níveis de governança corporativa e utilizando-se de 20 questões binárias e objetivas, cujas respostas foram obtidas exclusivamente a partir de dados secundários, extraídos dos sites que continham os documentos e informações de cada empresa, classificou-se quais empresas apresentavam enquadramento positivo aos quesitos do índice de governança. Cada resposta positiva adiciona-se um ponto ao índice, cuja escala varia de 0 a 20. O índice foi construído por Famá, Silveira e Barros (2004), para mensurar a qualidade da governança corporativa das empresas.

4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

A tabela 2, descreve de forma detalhada os resultados obtidos quando aplicado os quesitos do IGOV, apresentando o percentual de empresas com enquadramento positivo aos quesitos aplicados.

Tabela 2 – Percentual de empresas com enquadramento positivo aos quesitos do IGOV

#	Quesitos do índice de governança (IGOV)	% de empresas com enquadramento positivo
1.	É possível obter o Relatório Anual (RA) da companhia via Internet?	98%
2.	O website dispõe de documentos relativos à governança corporativa?	99%
3.	O website dispõe de apresentações para analistas ou dados que possibilitem projeções operacionais e financeiras da empresa?	100%
4.	O website é bilíngue e possui uma seção de Relações com os Investidores? Acesso às Informações	98%
5.	Não houve necessidade de contato direto com a companhia para obtenção de informações sobre a empresa?	98%
6.	O RA inclui uma seção específica dedicada à implementação de princípios de Governança Corporativa?	40%
7.	O RA, website ou algum outro documento explica a remuneração global dos executivos?	97%
8.	Os demonstrativos são apresentados em US-GAAP ou IAS-GAAP?	100%
9.	O RA, website ou algum outro documento inclui uma seção com estimativas de lucros ou projeções de retornos financeiros?	99%

10.	O RA, website ou algum outro documento corporativo apresenta o valor adicionado/destruído pelo negócio no período com base em alguma medida de lucro econômico?	39%
11.	Os cargos de Diretor Executivo e Presidente do conselho de administração são ocupados por pessoas diferentes?	99%
12.	A empresa possui um conselho de administração com 5 a 9 membros?	39%
13.	Mais do que 80% do conselho de administração é composto por conselheiros externos?	2%
14.	O conselho de administração possui mandato unificado de um ano?	14%
15.	A empresa não possui acordo de acionistas?	65%
16.	A empresa emite apenas ações com direito a voto (ON)?	75%
17.	As ações preferenciais correspondem a menos que 50% do total de ações?	6%
18.	O (s) controlador (es) possui (em) menos do que 70% do total de ações ordinárias?	92%
19.	O excesso (DIF) de direitos de controle (%ON) em relação aos direitos sobre o fluxo de caixa (%TA) do controlador é menor que 23%?	N/A
20.	A empresa concede <i>tag along</i> aos detentores de ações preferenciais?	19%

Fonte: Questões de Silveira et al (2008) e resultados obtidos pela análise.

Os resultados da tabela 2, mostram que a disponibilidade das informações das companhias, quer seja sobre práticas de governança corporativa, ou dados financeiros, contábeis, estão em níveis muito satisfatórios, e foram disponibilizadas por meio de relatórios anuais ou em alguns casos por meio de formulários de referência. Da mesma forma as informações para investidores e em inglês, também estão disponibilizadas satisfatoriamente e em padrão internacionalmente aceito. Constata-se que apesar da facilidade em acessar às informações das companhias, somente 40% delas apresentaram uma seção específica dedicada à implementação de princípios de Governança Corporativa. Essa constatação é suavizada pelo fato de todos os relatórios conterem informações relevantes e extensas sobre os aspectos de Governança Corporativa, mesmo não contendo esta seção designada como quesito do IGOV.

Entende-se que devido a grande maioria das empresas testadas neste estudo serem do Novo Mercado (73% da amostra), tal fato justifica o percentual baixo de enquadramento positivo ao IGOV para as questões que fugiram da regra deste segmento. Como a questão que aborda se a empresa possui um conselho de administração com 5 a 9 membros, segundo a B3, a regra estabelece que seja composto por pelo menos cinco membros e não estabelece limite. A outra questão que aborda se mais de que 80% do conselho de administração é composto por conselheiros externos também não apresentou enquadramento positivo relevante, pois a regra prevê para essas empresas que somente 20% dos conselheiros sejam independentes. Porém, em linhas gerais as empresas possuem um conselho administrativo adequado, como no quesito de possuir pessoas diferentes ocupando o cargo de presidente do conselho e diretor executivo.

Da mesma forma se o conselho de administração possui mandato unificado de um ano, a regra para este segmento determina que o mandato seja de no máximo dois anos, o qual foi constatado para as demais empresas que não estavam enquadradas em um ano. As empresas listadas nesse segmento podem emitir apenas ações com direito de voto, as chamadas ações ordinárias (ON), e no caso de venda do controle, todos os acionistas têm direito a vender suas ações pelo mesmo preço (*tag along* ON), por isso, não foi significativo o percentual para o quesito de se as ações preferenciais correspondem a menos que 50% do total de ações e concede *tag along* aos detentores dessas ações (PN). Segundo Silveira e Barros (2008), uma maior concentração de

ações ordinárias, em posse do controlador poderia fazer a empresa apresentar um pior nível de governança corporativa em decorrência do seu maior direito de controle, mas poderia, por outro lado, levar a empresa a adotar boas práticas de governança como forma de compensar a maior possibilidade de expropriação.

O quesito de número 19, que consta na Tabela 2, não foi aplicada, considerando as dificuldades para conseguir as informações sobre o fluxo de caixa das empresas (documentos secundários por vezes não publicados) e realizar as análises, houve o entendimento que era menor os resultados em comparação ao tempo e recurso para obter os documentos de todas as empresas e aplicação deste quesito. Os quesitos 12, 13 e 14, que constam na Tabela 2, foram alterados pela própria B3 no decorrer dos anos, para melhor adequar o enquadramento das empresas aos aspectos de Governança Corporativa.

5. CONCLUSÃO

Governança trata-se de um conceito complexo, pois envolve diferentes aspectos relacionados à forma como a empresa é governada. Governança significa estabelecer políticas e mecanismos que garantam a continuidade e a perpetuidade da empresa. Além disso, governança, numa visão moderna, significa zelar para que a empresa esteja envolvida em um claro propósito de criação de valor. Porque as empresas em geral, mas especialmente aquelas que possuem finalidade de lucro, foram criadas e recebem dinheiro de investidores a fim de gerar valor, fazendo crescer economicamente o valor correspondente aos investimentos que vão sendo realizados ao longo do tempo. Por isso, nesta pesquisa o objetivo foi mensurar a adoção de elementos da governança corporativa, aspectos que combinados e bem administrados são essenciais para a continuidade dos negócios.

As observações de 115 empresas de capital aberto listadas na B3, classificadas em algum nível de governança corporativa, referentes ao período de 2018, com a aplicação dos 20 quesitos do IGOV, obtidos por meio de extração de dados secundários, demonstrou de forma geral, que neste estudo as empresas apresentaram melhor enquadramento positivo, em relação ao questionário aplicado em 2004. Contribuímos demonstrando esta comparação e a evolução da adoção do enquadramento de elementos da governança corporativa nas empresas listadas na B3. Essa melhora nos aspectos de enquadramento a Governança Corporativa, vai ao encontro com o que Becht, Bolton e Roell, (2011), Becht et al. (2002), que mencionam o quanto a normatização da governança corporativa é importante para as empresas, pois, além de minimizar ou até mesmo resolver os problemas resultantes da excessiva dispersão do capital acionário, também contribui para assegurar que os diversos interesses envolvidos sejam considerados. Atualmente no Brasil, as empresas de capital aberto não estão se preocupando em divulgar somente o que está sendo exigido pelos órgãos correspondentes, estão evidenciando informações que permitem melhor relacionamento com os *stakeholders*, procurando principalmente manter os investidores já existentes e conquistar novas companhias, (Johnson, Scholes & Whittington, 2007, Almeida & Lavarda 2012). Neste contexto, as corporações buscam mais que indicadores de resultados, buscam repensar seus processos e investimentos com maior responsabilidade e transparência junto aos acionistas, assim como uma melhor remuneração (Arnott & Asness, 2003). Desta forma, a adoção dos princípios de Governança Corporativa, tornam-se essenciais em empresas que exercem as melhores práticas de mercado (Doidge, Karolyi, & Stulz 2007), é também aceito que a “governança dá vida à uma organização ao estabelecer as regras que moldam a ação organizacional”, (Klein, Mahoney, McGahan & Pitelis 2019).

Neste estudo, deve-se levar em consideração a limitação por não ter sido aplicado na amostra, o quesito 19 do IGOV, devido ao grau de dificuldade na obtenção dos documentos. Considerando o destaque desta temática de pesquisa no meio acadêmico e profissional,

recomenda-se a busca por melhores instrumentos e o desenvolvimento de modelos formais, construídos a partir de teorias, passíveis de serem testados empiricamente e ser considerados outros aspectos de governança. Consideraria também a possibilidade de atualização de um novo Índice de governança corporativa para empresas de capital aberto e desenvolvimento de um índice para empresas de capital fechado, com embasamento as normas e regras vigentes.

REFERÊNCIAS

- Agrawal, A & Chadha, S. (2005). Corporate Governance and Accounting Scandals. *Journal of Law and Economics*, v. 48, n. 2, pp. 371-406.
- Aguiar, A. B. & Corrar, L. J & Batistella, F. D. (2004). Adoção de práticas de governança corporativa e o comportamento das ações na Bovespa: evidências empíricas. *Revista de Administração da Universidade de São Paulo*, v. 39, n. 4.
- Albertin, L. A & Albertin, R. M. M. (2005) *Tecnologia de Informação: Desafios da tecnologia de informação aplicada aos negócios*. São Paulo: Atlas.
- Almeida P.S, Vargas A.J, Almeida, D.M. & Lavarda, C.E.F (2012) Level of green disclosure and the environmental corporate reputation of publicly traded brazilian companies. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, v.9, n.18.
- Andrade, A. & Rossetti, J. P. (2007). *Governança corporativa*. São Paulo. Atlas.
- Andrade, A. & Rossetti, J. P. (2006) *Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências*. 2. ed. São Paulo: Atlas.
- Arnott, R.D.& Asness, C. S. (2003). Surprise! Higher dividends=higher earnings growth. *Financial Analysts Journal*, pp. 70-87.
- Bammens, Y. Voordeckers & A. Van Gils (2010) The Authors International *Journal of Management Reviews*. British Academy of Management and Blackwell Publishing Ltd.
- Becht, M., Bolton, P.& Roell, (2011). Why bank governance is different? *Oxford Review of Economic Policy* 27, 437–463.
- Becht, M., Bolton, P.& Roell, A. (2002). Corporate Governance and control. Cambridge, MA: *National Bureau of Economic Research*. (NBER Working Paper Series, n. 9371).
- Berle, A. A. & Means, G. C. (1932). *The modern corporation and private property*. New York: MacMillan.
- Bolsa do Brasil – B3. Disponível em: <http://www.b3.com.br/pt_br/>. Acesso em: 2018
- Bowena, P. L., Cheung, B., May-Yin, D. & Rohdeb, F. H. (2007). Enhancing IT governance practices: A model and case study of an organization's efforts. *International Journal of Accounting Information Systems*. v. 8, pp. 191-221.
- Carvalho da Silva, A. (2004). Governança Corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. *Revista de Administração*, 39(4):348-361
- Cornell, B., & Shapiro, A. C. (1987). Corporate Stakeholders and Corporate Finance. *Financial management*, pp. 5-14.
- Coutinho, R. B. G., & Macedo-Soares, T. D. L. A. (2002). Gestão estratégica com responsabilidade social: arcabouço analítico para auxiliar sua implementação em empresas no Brasil. *Revista de Administração Contemporânea*, 6(3), pp.75-96.
- Daily, C.M., Dalton, D.R. & Cannella, A.A. (2003). Corporate governance: decades of dialogue and data. *Academy of Management Review*, 28, pp. 371–382.
- Doidge, C., Karolyi, G. A & Stulz, R. M. (2007). Why do countries matter so much for corporate governance? *Journal of Finance Economics*, v. 86, n. 1, pp. 1-39.
- Famá, R., Silveira, A.M. & Barros, L.A. (2004). "Determinantes do nível de governança corporativa das companhias abertas brasileiras", Anais do 4o Encontro Brasileiro de Finanças, Rio de Janeiro.

Gebing, J.C, Brido, G. M. & Scheuermann, C. (2015). *A relação da governança corporativa com o desempenho das ações de empresas com capital aberto no brasil*. Estudo & debate, Lajeado, v. 22, n. 2, pp. 123-145. ISSN 1983-036X.

Harvey, C., Lins, K. & Roper, A. (2001). *The effect of capital structure when expected agency costs are extreme*. NBER Working Paper, n. 8452.

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. Disponível em>: <http://www.ibgc.org.br>. Acesso em: 2018.

Jensen, M. & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency cost and ownership structure. *Journal of Financial Economics*. v. 3 e v.11, pp. 5-50 e pp. 305-360.

Johnson, Scholes & Whittington, (2007) *Exploring Corporate Strategy: Text and Cases*, 2007, 878 pages, Financial Times/Prentice Hall. London.

Kerin, R. A, Peterson, R. A. (1983). *Perspectives on strategic marketing management*. 2. ed. Boston: Allyn and Bacon.

Klein P.G, Mahoney J.T., McGahan A. & Pitelis C.N, (2019). Organizational Governance Adaptation: Who is in, who is out, and who gets what. *Academy of Management Review*, 2019, Vol. 44, No. 1, 6–27. <https://doi.org/10.5465/amr.2014.0459>

Kocmanová, A., Hrebicek, J. & Docekalov, M. (2011). Corporate governance and sustainability. *Econ Manage*, v. 16, pp. 543-550.

Leal, R. P. C. & Carvalhal da Silva, A. L. (2004). *Corporate governance index, firm valuation and performance in Brazil*. Working Paper N° 358. 2004.

Lunardi, G. (2008). *Um Estudo empírico e analítico do impacto da Governança de TI no desempenho organizacional*. Universidade Federal do Rio Grande do Sul.

Malacrida, M. J. C & Yamamoto, M.M. (2006). Governança Corporativa: Nível de evidenciação das informações e sua relação com a volatilidade das ações do Ibovespa. São Paulo: *Revista Contabilidade Financeira*. Disponível em <http://www.scielo.br/pdf/rcf/v17/nspe/v17nspea06.pdf>.

Manzi, V.A. (2008). *Compliance no Brasil: consolidação e perspectivas*. São Paulo: Saint Paul.

Marchet, F. A. (2001). *Governança corporativa e eficiência das organizações*. 101p. Dissertação Programa de Pós-Graduação em Economia, Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre.

Mazzioni, S., Gubiani, C. A. & Folletto, E. P. (2015). Governança Corporativa: Análise Bibliométrica. *REUNIR – Revista de Administração, Contabilidade e Sustentabilidade*, v.5, n. 1, pp. 1-21.

Morck, R., Shleifer, A., Vishny, R. (1988). Management ownership and market valuation: an empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, v. 20, pp. 293-315.

Myers, S. C. (2001). Capital Structure. *The Journal of Economic Perspectives*, v. 15, n.2, pp. 81-102.

Qiu, H & Freel, M. (2019). Managing Family-Related Conflicts in Family Businesses: A Review and Research Agenda. *Family Business Review* 1 –24.

Rotta, C. (2004). *Governança corporativa e as decisões de investimento*. 106 p. Programa de Pós-Graduação em Economia, Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre.

Santana, M.H.O.(2006). *Novo Mercado*. Disponível em: <[http://www.ifc.org/ifcex/cgf.nsf/AttachmentsByTitle/FOCUS5_Portuguese/\\$FILE/Focus5portuguese.pdf](http://www.ifc.org/ifcex/cgf.nsf/AttachmentsByTitle/FOCUS5_Portuguese/$FILE/Focus5portuguese.pdf)>.

Shleifer, A. & Vishny, R.A. (1997). Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, v. 52, n. 2, pp. 737-783.

Silveira, A.D.M. (2006). *Governança corporativa e estrutura de propriedade*. 1ª ed. São Paulo: Saint Paul Institute of Finance, 250p.

Silveira, A.M & Barros, L. A. B. C (2008). *Revista Eletrônica de Administração*. Edição 61, Vol. 14, No.3.

Xu, X., Wang, Y. (1997). *Ownership structure, corporate governance, and firm's performance: the case of chinese stock companies*. In: The World Bank. Maio 1997.