
GOVERNANÇA CORPORATIVA E DESEMPENHO ECONÔMICO: UMA ANÁLISE DOS INDICADORES DE DESEMPENHO ENTRE OS TRÊS NÍVEIS DO MERCADO DIFERENCIADO DA BM&FBOVESPA

DOI: 10.5700/rege558

ARTIGO – FINANÇAS

Sérgio Henrique de Oliveira Lima

Mestrando em Administração e Controladoria na Universidade Federal do Ceará (UFC) – Fortaleza-Ce, Brasil
E-mail: shlima05@gmail.com

Recebido em: 19/11/2013

Aprovado em: 19/11/2014

Francisco Durval Oliveira

Mestrando em Administração e Controladoria na Universidade Federal do Ceará (UFC) – Fortaleza-Ce, Brasil
E-mail: fdurval@fortalnet.com.br

Augusto César de Aquino Cabral

Professor Associado II da Universidade Federal do Ceará (UFC) – Fortaleza-Ce, Brasil
Doutor em Administração pela Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG)
E-mail: cabral@ufc.br

Sandra Maria dos Santos

Professor Associado III da Universidade Federal do Ceará (UFC) – Fortaleza-Ce, Brasil
Doutora em Economia pela Universidade Federal de Pernambuco (UFPE)
E-mail: smsantos@ufc.br

Maria Naiula Monteiro Pessoa

Professor Associado IV da Universidade Federal do Ceará (UFC) – Fortaleza-Ce, Brasil
Doutora em Engenharia de Produção pela Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC)
E-mail: naiula@ufc.br

RESUMO

A governança corporativa, surgida com o intuito de resolver ou diminuir os conflitos de agência, parece ter o benefício adicional de incrementar o valor de mercado das empresas que a praticam em níveis elevados. Estudos empíricos realizados no Brasil, Estados Unidos e Europa têm evidenciado os benefícios do desempenho econômico obtidos pelas empresas com boas práticas de governança em relação àquelas que não as adotam. Tomando uma linha alternativa – e complementar – de investigação, este estudo analisa a relação entre os diferentes níveis de governança corporativa das empresas e o aumento do seu valor de mercado, ou seja, examina se para níveis mais elevados de governança há melhor desempenho econômico. Foram analisadas todas as 182 empresas do mercado diferenciado da BM&FBOVESPA, por serem as que apresentam os níveis mais elevados de governança corporativa, agrupadas nos três diferentes segmentos de listagem – Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1 – e relacionadas com seu valor de mercado. Os dados foram analisados com base na estatística descritiva e em análises inferenciais, testes de média e análise de variância. Foram obtidas evidências de que as empresas listadas nos níveis mais elevados do mercado

diferenciado possuem melhor desempenho econômico, medido em termos de variação média do valor de mercado.

Palavras-chave: Governança Corporativa, Mercado Diferenciado, Desempenho Econômico.

CORPORATE GOVERNANCE AND ECONOMIC PERFORMANCE: AN ANALYSIS OF PERFORMANCE INDICATORS AMONG THE THREE LEVELS OF BM&FBOVESPA'S DIFFERENTIATED MARKET

ABSTRACT

Corporate governance, which emerged in order to solve or mitigate the agency conflicts, seems to have the additional benefit of increasing the market value of the companies that practice it in higher levels. Empirical research developed in Brazil, United States and Europe have shown the benefits in economic performance achieved by companies with good governance practices in relation to those that do not adopt them. By taking an alternative and complementary line of inquiry, this study analyzes the relationship between different levels of corporate governance of companies and the increase in their market value, that is, if the higher corporate governance level means the higher increase in economic development. Were analyzed all the 182 companies present in BM&FBOVESPA's differentiated market, for they present the higher levels of corporate governance, distributed in three levels – “New Market”, “Level 2”, and “Level 1” – relating them to their market value. Data were analyzed using descriptive statistics and inferential analysis, applying average testes and variance analysis. We found evidences that companies listed in the higher level of differentiated market present a better economic performance, measured in terms of market value's average variation.

Key words: Corporate Governance, Differentiated Market, Economic Performance.

GOBERNANZA CORPORATIVA Y RENDIMIENTO ECONÓMICO: UN ANÁLISIS DE LOS INDICADORES DE RENDIMIENTO ENTRE LOS TRES NIVELES DEL MERCADO DIFERENCIADO DE LA BM&FBOVESPA

RESUMEN

La gobernanza corporativa, surgida con la intención de resolver o disminuir los conflictos de agencia, parece tener el beneficio adicional de incrementar el valor de mercado de las empresas que la practican en elevados niveles. Estudios empíricos realizados en Brasil, Estados Unidos y Europa han dejado en evidencia los beneficios de rendimiento económico obtenido por las empresas con buenas prácticas de gobernanza en relación a aquellas que no las adoptan. Tomando una línea alternativa – y complementar – de investigación, este estudio analiza la relación entre los diferentes niveles de gobernanza corporativa de las empresas y el aumento de su valor de mercado, o sea, examina si para niveles más elevados de gobernanza hay mejor rendimiento económico. Fueron analizadas las 182 empresas del mercado diferenciado de la BM&FBOVESPA, por ser las que presentan los niveles más elevados de gobernanza corporativa, agrupadas en los tres diferentes segmentos de la lista – Nuevo Mercado, Nivel 2 y Nivel 1 – y relacionadas con su valor de mercado. Los datos fueron analizados con base en la estadística descriptiva y análisis inferencial, testes de media y análisis de variancia. Se han obtenido evidencias de que las empresas listadas en los niveles más elevados del mercado diferenciado poseen mejor rendimiento económico, medido en términos de variación media del valor de mercado.

Palabras-llave: Gobernanza Corporativa, Mercado Diferenciado, Rendimiento Económico.

1. INTRODUÇÃO

Ao longo das últimas décadas, o estudo do tema Governança Corporativa vem sendo aprimorado e intensificado. Alguns estudos apontam crescimento vertiginoso na quantidade de artigos publicados acerca do tema, tanto em periódicos nacionais quanto em internacionais. Ribeiro *et al.* (2012a), investigando a produção científica em periódicos internacionais no período de 1990 a 2011, demonstram que houve uma evolução na quantidade de artigos a partir de 1998, quando algumas obras clássicas foram publicadas, e um aumento ainda maior a partir de 2002, meses após o conhecido escândalo fraudulento da companhia de energia Enron e de outras empresas, nos Estados Unidos.

Ribeiro *et al.* (2012b), agora analisando a produção científica brasileira, mais precisamente dissertações e teses de programas de pós-graduação *stricto sensu* em Administração, no período de 1998 a 2009, constatam essa mesma tendência, também incentivada pelas primeiras iniciativas brasileiras de regulação no campo, dentre as quais o lançamento do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), em 1999, considerado o primeiro código de governança empresarial no país, assim como a instituição, no ano de 2000, dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC), ou simplesmente Mercado Diferenciado, segmentado em três estratos especiais de listagem, a saber: Novo Mercado (NM), Nível 2 e Nível 1 de governança corporativa.

A BM&FBOVESPA possui outros dois segmentos de listagem, o BOVESPA Mais e o Mercado Tradicional, que não serão aqui abordados. Justifica-se isso pelo fato de (i) tais segmentos não integrarem a carteira do Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada (IGC) e, por corolário, (ii) não demandarem de suas empresas listadas as práticas de governança mais sofisticadas.

Outro marco relevante no Brasil foi a criação do IGC, lançado pela BM&FBOVESPA em 2001 com o objetivo de medir o desempenho de empresas que apresentam bons níveis de governança. As empresas cujas ações compõem a

carteira do IGC estão necessariamente listadas no mercado diferenciado.

De acordo com Silveira (2005:28), há indícios de que a estrutura de governança afeta o desempenho das empresas. Segundo ele,

[...] o senso comum indica que empresas com uma estrutura de governança corporativa mais adequada às práticas recomendadas pelos agentes de mercado obtêm melhores resultados e também são mais bem avaliadas pelo mercado no preço de suas ações do que empresas com uma estrutura de governança não tão adequada, *ceterisparibus*. Desta forma, parece estar implícita a hipótese de que a estrutura de governança corporativa da empresa afeta seu desempenho e valor de mercado (grifo do autor).

No contexto do desempenho das organizações, alguns estudos internacionais já se propuseram a analisar a existência de relação positiva entre a boa governança e a *performance* econômica de empresas que a praticam (GOMPERS; ISHII; METRICK, 2003; DROBETZ; SCHILLHOFER; ZIMMERMANN, 2004). Os primeiros estudaram 1500 empresas norte-americanas, na década de 1990, e os outros compararam o desempenho de empresas alemãs, identificando evidências empíricas da relação entre governança e o desempenho das organizações no mercado de capitais.

No Brasil, Carvalho (2003), Santos e Pedreira (2004) e Martins, Silva e Nardi (2006) também buscaram o mesmo intento. Esses autores mostraram que os índices de rentabilidade de empresas que migraram para o mercado diferenciado, ou seja, que passaram a adotar as melhores práticas de governança corporativa, são mais auspiciosos que aqueles das empresas que não as adotaram, negociando seus papéis ainda no mercado tradicional.

Tais estudos, porém, não abordam as diferenças de desempenho econômico entre as empresas que estão em diferentes níveis de governança. Já se evidenciou que os indicadores de desempenho econômico das empresas presentes no mercado diferenciado – sem levar em consideração em qual nível específico de listagem deste mercado tais empresas negociam seus papéis – são mais relevantes. Contudo, com fulcro nas

conclusões dos estudos mencionados, ainda não é possível afirmar, por exemplo, que determinado indicador de desempenho é melhor entre as empresas atuantes no Novo Mercado (NM) do que entre aquelas atuantes nos níveis abaixo.

Poder-se-ia supor, ilustrativamente, que o desempenho em um nível do mercado diferenciado é mais relevante do que em outro, imediatamente abaixo. Destarte, residiria nesse fato um incentivo para os controladores buscarem o enquadramento de sua organização nos mais elevados níveis do mercado diferenciado. Analogamente, é verossímil haver alguma distinção, em termos de desempenho, entre os estratos, considerando-se também o tipo de setor de atuação das empresas, se regulado ou não regulado. Assim, à guisa de exemplo, poderia eventualmente existir incentivo às empresas atuantes em setores não regulados para ascender na hierarquia do mercado diferenciado, enquanto que o oposto poderia ocorrer com aquelas pertencentes aos setores regulados.

Essa breve discussão desperta interesse em cuidadosa apuração, pois dela emanam, tempestivamente, as seguintes hipóteses de pesquisa:

- H_1 : O desempenho econômico das organizações está relacionado positivamente com seu nível de governança no mercado diferenciado;
- H_2 : O desempenho econômico das organizações, por tipo de setor (regulado vs. não regulado), está relacionado positivamente com seu nível de governança no mercado diferenciado.

Portanto, vê-se uma oportunidade de investigar como se dá a relação entre o estrato de listagem no mercado diferenciado da BM&FBOVESPA e a *performance* econômica das empresas listadas nesse mercado, que se destaca como objetivo geral deste artigo e justifica sua relevância. Como objetivo específico, pretende-se analisar a relação entre o nível de governança corporativa e o desempenho econômico das empresas, por tipo de mercado, regulado ou não regulado.

Utilizando dados disponibilizados pela BM&FBOVESPA, em sua página eletrônica, relacionados com informações disponibilizadas na ferramenta Economatica[®], foi realizada uma análise de indicadores das empresas presentes nos três níveis do mercado diferenciado. Fazendo uso

de estatística descritiva e inferencial, buscou-se identificar se os níveis de listagem apresentam desempenhos econômicos estatisticamente diferentes, o que permitiu testar as hipóteses enunciadas.

O estudo evidenciou, em termos de variação média anual do valor de mercado para o período de análise (2009-2012), um melhor desempenho econômico das organizações listadas no Nível 2, se comparadas àquelas pertencentes ao Nível 1, e das empresas do Nível Novo Mercado em relação às listadas no Nível 2, o que poderia constituir um incentivo aos seus controladores para a adesão aos níveis superiores de governança. Também se constatou, ao se observar o tipo de setor de atuação das empresas (regulado ou não regulado), que tal diferença de desempenho não foi estatisticamente significativa, para toda a amostra. Contudo, ficou comprovado que as empresas de setores regulados, isoladamente, têm melhor desempenho nos estratos superiores dos NDGC.

Com tais resultados, este artigo se insere na literatura que trata das relações entre governança corporativa e desempenho das organizações, preenchendo uma lacuna ao lançar luz sobre as diferenças de *performance* das empresas entre os níveis do mercado diferenciado, em complemento à pesquisa recente, que predominantemente realiza comparações entre o mercado diferenciado e o mercado tradicional, como se mostrará na revisão de literatura realizada.

Este artigo está organizado em outras seis seções, além da presente introdução: em duas delas, a título de referencial teórico, abordaram-se os principais conceitos de governança corporativa, suas origens, e realizou-se um apanhado sobre o contexto histórico no Brasil, em que será detalhado o mercado diferenciado da BM&FBOVESPA. Em seguida, na seção 4, discutem-se os aspectos metodológicos e as técnicas de coleta e análise dos dados empíricos. Na quinta seção, são expostos e analisados os resultados do tratamento estatístico. O estudo se encerra com uma seção dedicada às conclusões e recomendações, que é seguida das referências bibliográficas que serviram de base para a pesquisa.

2. ORIGENS E CONCEITOS DA GOVERNANÇA CORPORATIVA

Uma análise das razões subjacentes à necessidade dos sistemas de governança corporativa permite maior compreensão do tema. Jensen e Meckling (1976), para embasar seus estudos sobre comportamento gerencial e custos de agência, enfatizam a separação entre propriedade e gestão e os conflitos inerentes a essa relação. Citam, para tanto, trecho da obra seminal de Adam Smith:

Dos diretores dessas companhias [sociedades anônimas], porém, sendo gestores de recursos de terceiros e não de recursos próprios, não se pode esperar que cuidem do negócio com a mesma vigilância ansiosa que os sócios de uma sociedade limitada usualmente dedicam aos seus próprios negócios. Como administradores a serviço de um homem rico, facilmente deixam de prestar atenção a pequenos problemas. Negligência e extravagância, portanto, tendem a prevalecer na gestão dos assuntos de uma companhia desta natureza (SMITH, 1776 *apud* JENSEN; MECKLING, 1976:305. Tradução nossa).

Dos conflitos entre agentes e proprietários decorrem os custos de agência, como (i) os incentivos ao agente (para que atue em nome do principal em detrimento do interesse próprio), (ii) os gastos com sistemas de monitoramento e controle, (iii) os custos de oportunidade e (iv) as perdas residuais dos acionistas (JENSEN; MECKLING, 1976).

Embora a pesquisa sobre os custos de agência possa abranger tanto a busca de mecanismos que inibam tais conflitos entre agente e principal quanto evidenciar aplicações em outras relações, como, por exemplo, entre compradores e vendedores, financiadores e tomadores de empréstimos (EISENHARDT, 1989), parte-se sempre da mesma raiz: os interesses de ambas as partes são, por natureza, divergentes, e cada uma buscará maximizar sua própria utilidade (JENSEN; MECKLING, 1976; FAMA; JENSEN, 1983).

Uma alternativa é aumentar os níveis de controle e monitoramento, por meio da verticalização da estrutura, evitando, assim, transações com o mercado (WILLIAMSON,

1975). Correia e Amaral (2006) asseveram que, ao evitar transações com o mercado, as organizações estariam atenuando os custos de transação, dentre os quais se destacam as incertezas, a racionalidade limitada dos tomadores de decisão (SIMON, 1955) e o oportunismo decorrente da assimetria informacional, já que os agentes têm, usualmente, mais informação disponível que o principal (AKERLOF, 1970).

“A função principal dos sistemas de governança corporativa é resolver os conflitos de interesse entre os diversos agentes que influenciam a empresa, isto é, investidores, fornecedores, funcionários, clientes e a sociedade em geral” (CORREIA; AMARAL, 2006:44). Por esse prisma, a preocupação basilar da governança reside nos mecanismos que incentivam os agentes a priorizar os interesses organizacionais (ante os seus próprios), assegurando retorno sobre os investimentos (CHILD; RODRIGUES, 2003).

Nas discussões acima, predominam as questões inerentes aos conflitos entre os interesses dos proprietários (investidores, acionistas) e os dos agentes, ou seja, aqueles a quem são delegados poderes para atuação e tomada de decisão em nome dos acionistas (JENSEN; MECKLING, 1976; SCOTT, 2009). De fato, os sistemas de governança corporativa surgiram da necessidade de regular o relacionamento entre agentes e proprietários, para garantir o atendimento dos interesses dos *stakeholders*, temática central nos estudos e definições de governança.

Shleifer e Vishny (1997) definem governança corporativa como um conjunto de mecanismos pelos quais os fornecedores de recursos de uma empresa (acionistas ou investidores) garantem a obtenção do retorno sobre o investimento empreendido. Assim, o sistema de governança engloba um conjunto de práticas e processos formais de monitoração do corpo gestor, com o objetivo de preservar os interesses dos acionistas e mitigar os conflitos de interesse entre os *stakeholders* (LEAL; SILVA; FERREIRA, 2002).

La Porta *et al.* (2000) argumentam que em países cujo sistema legal oferece maior proteção aos investidores externos, estes se mostram mais propensos a investir no mercado de capitais. A criação desse ambiente de proteção aos investidores é um dos principais motivadores da

implantação das práticas de governança (ANDRADE *et al.*, 2009).

3. O MERCADO DIFERENCIADO DA BM&FBOVESPA

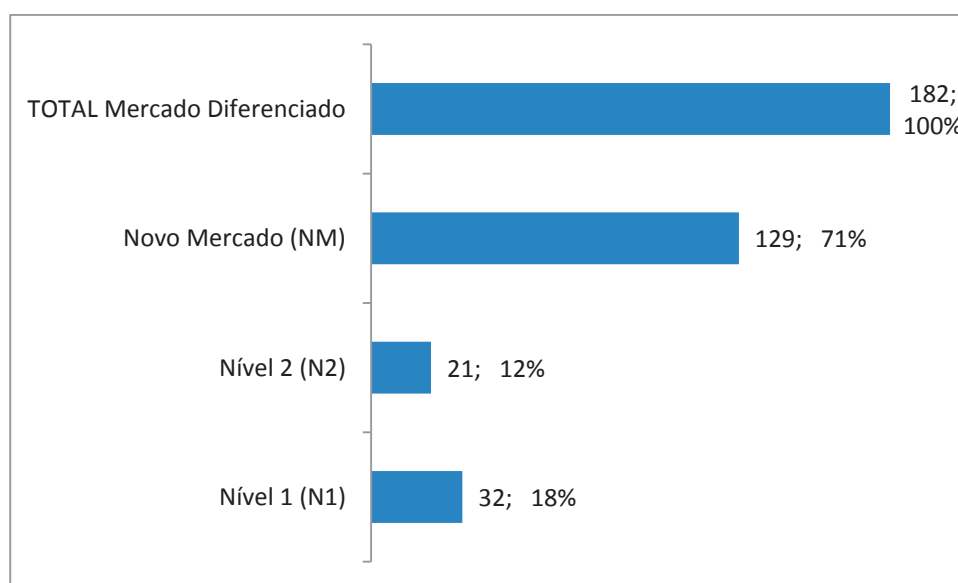
Os primeiros passos da governança no Brasil se deram em 1995, com a criação do Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração (IBCA), que em 1999 tornou-se Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC). Neste mesmo ano, o instituto publicou o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, o primeiro código brasileiro no campo. Em 2000, a BM&FBOVESPA lançou os segmentos diferenciados de governança corporativa (ou, simplesmente, mercado diferenciado), que se distinguem do Mercado

Tradicional de capitais pelo fato de neles serem negociadas as ações de empresas que apresentam bons indicadores de governança.

Este mercado diferenciado é subdividido em três níveis: Nível 1 (N1), Nível 2 (N2) e Novo Mercado (NM), em escala ascendente de sofisticação das práticas de governança. Ou seja, quanto mais próximos do NM, melhores e mais rigorosos serão os mecanismos de governança adotados pelas empresas, o que reflete a quantidade de exigências e o grau de transparência exigidos pela BM&FBOVESPA às empresas que desejam ingressar no mercado diferenciado de capitais.

O Gráfico 1 representa a situação desse mercado em junho de 2013:

Gráfico 1 – Estratificação do Mercado Diferenciado de Governança Corporativa



Fonte: Elaborado pelos autores, baseados em BM&FBOVESPA (2013b).

Os dados da BM&FBOVESPA (2013b) apontam, nas empresas pertencentes aos segmentos especiais de listagem (Mercado Diferenciado), que há predominância no estrato Novo Mercado (NM), com 71% das 182 empresas listadas, seguido pelo Nível 1, com 18% e, por fim, pelo Nível 2.

O ingresso no mercado diferenciado segue requisitos de acesso distintos, tão mais exigentes quanto mais alto for o nível que a empresa pretende ocupar. Para facilitar a compreensão, o Quadro 1 resume os principais critérios de adesão, por nível (N1, N2 e NM):

Quadro 1 – Critérios de Acesso aos NDGC

NÍVEL	REQUISITOS PARA ACESSO
N1	<ul style="list-style-type: none"> - Manter em circulação uma parcela mínima de ações correspondente a 25% do capital - Realizar ofertas públicas de colocação de ações adotando mecanismos que favoreçam a dispersão do capital - Divulgar consolidação trimestral das demonstrações contábeis, com revisão de auditores - Informar sobre negociações de ativos da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores - Disponibilizar calendário anual de eventos corporativos - Apresentar as demonstrações do fluxo de caixa
N2	<ul style="list-style-type: none"> - Atender às exigências do N1 - Manter conselho de administração com mínimo de cinco membros e mandato unificado de um ano - Disponibilizar balanço anual seguindo as normas do US GAAP ou IFRS - Estender, para todos os acionistas detentores de ações ordinárias, as mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia e, no mínimo, 70% desse valor para os detentores de ações preferenciais - Garantir direito de voto às ações preferenciais em matérias como transformação, incorporação, cisão, fusão e aprovação de contratos entre a companhia e empresas do mesmo grupo sempre que forem deliberadas em assembleia geral - Aderir à Câmara de Arbitragem para resolução de conflitos societários
NM	<ul style="list-style-type: none"> - Atender às exigências do N2 e do N1 - Compor o capital somente por ações ordinárias - Garantir 100% de <i>Tag Along</i> (no caso de venda do controle, todos os acionistas têm direito a vender suas ações pelo mesmo preço)

Fonte: Elaborado pelos autores, baseados em BM&FBOVESPA (2013c).

Linhas de pesquisa demonstram a relevância da adesão ao mercado diferenciado. A partir de uma abordagem institucional, Nardi e Nakao (2008:109) verificaram que “a adesão aos NDGC tende a interferir positivamente na imagem institucional das empresas que adotam e seguem as regras estabelecidas nesses níveis.” Em uma sentença, aderir a um nível especial (NM, N2 ou N1) significa sinalizar para o mercado (leia-se: potenciais investidores) que a organização adota padrões de governança e transparência superiores aos definidos pela legislação vigente, o que pode aumentar a liquidez das ações e, com isso, reduzir o custo de capital das companhias (MARTINS; SILVA; NARDI, 2006).

Diversos estudos têm evidenciado a existência de relação entre a boa governança corporativa e o desempenho das empresas que a praticam, a exemplo do trabalho de Gompers, Ishii e Metrick (2003), que abrangeu 1.500 empresas norte-americanas, na década de 1990. Os autores constataram que as empresas com direitos mais fortes garantidos aos acionistas por meio de instrumentos de governança apresentaram maior valor de mercado, maiores lucros, maior

crescimento de vendas e menores investimentos em ativos.

Na Europa, Drobetz, Schillhofer e Zimmermann (2004) estudaram o desempenho de 91 empresas alemãs, número correspondente a 36% das empresas atuantes nos quatro principais segmentos de mercado alemães. Os autores identificaram forte relação entre o índice de governança e o valor das empresas.

No Brasil também há estudos de natureza e finalidade semelhantes. Fernandes, Dias e Cunha (2010) avaliaram indicadores econômico-financeiros de quarenta firmas brasileiras entre os anos de 2006 e 2008 (todas as empresas da amostra aderiram ao mercado diferenciado no ano de 2007), e não detectaram evidências estatisticamente significativas de mudanças desses indicadores após a adesão, o que corrobora os resultados encontrados por Aguiar, Corrar e Batistella (2004).

Usando os coeficientes do Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada (IGC) como aproximação para examinar o efeito da governança sobre o desempenho, Catapan,

Colauto e Barros (2013) também não encontraram evidências estatisticamente significativas dessa relação para sua amostra de 111 empresas não financeiras, no período 2008, 2009 e 2010, embora em seu estudo os autores assinalem a possibilidade de viés inerente ao instrumento de coleta.

Por outro lado, Carvalho (2003) e Santos e Pedreira (2004) comprovaram a correlação positiva entre o ingresso nos níveis especiais de listagem e a melhoria dos indicadores econômico-financeiros de empresas listadas na BM&FBOVESPA. Martins, Silva e Nardi (2006) verificaram empiricamente o incremento da liquidez das ações após a migração para os NDGC, que melhorou a captação de recursos pelas empresas analisadas.

Em recente estudo, Silva *et al.* (2014) examinaram a relação entre os níveis de governança corporativa e indicadores de liquidez por meio de regressões em painel, comparando os períodos 2000-2007 e 2000-2009, a fim de considerar, dessa forma, os efeitos da crise financeira internacional de 2008. Para o primeiro período (2000-2007), os autores identificaram aumento de liquidez das empresas presentes nos níveis N1 e NM, o que não se mostrou estatisticamente válido para o período mais amplo (2000-2009). Com relação ao nível N2, não houve evidência significativa do aumento de liquidez em nenhum período observado na análise. Esses comportamentos podem estar relacionados, como sugerem os autores, à crise financeira entre julho de 2008 e maio de 2009, e requerem análises de períodos posteriores para que haja uma diluição de seus efeitos (SILVA *et al.*, 2014).

Investigando os determinantes e as consequências da adesão aos NDGC da BM&FBOVESPA, Procianny e Verdi (2009) constataram que as empresas que aderiram ao mercado diferenciado apresentaram maior liquidez do que aquelas cujos papéis são transacionados no mercado tradicional. Em síntese, “as empresas que aderiram aos novos mercados são recompensadas com maiores níveis de liquidez nos seus papéis” (p. 109). Os autores também identificaram evidências de que empresas que aderiram ao N2 e ao NM apresentaram um aumento em seu nível de liquidez, quando comparadas com seus próprios níveis de liquidez

anteriores à adesão, do que se pode concluir que padrões mais elevados de *disclosure* e governança estão associados a maiores aumentos de liquidez das ações (PROCIANNY; VERDI, 2009).

Dentre os estudos analisados, aqueles que sugerem correlação positiva entre a adoção de práticas de governança do mercado diferenciado e a melhoria dos resultados das organizações não discriminam como se comporta este desempenho dentro de cada estrato do mercado diferenciado (Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1) de governança, aspecto que pode representar um incentivo às organizações na direção de incrementar seus padrões de governança. Tal é o que pretende verificar a pesquisa detalhada a seguir.

4. METODOLOGIA

Considerando a classificação proposta por Collis e Hussey (2005), este estudo articula uma pesquisa de natureza descritiva, pois se propõe a descrever características de determinada população ou fenômeno – neste caso, as empresas listadas no mercado diferenciado da BM&FBOVESPA – e tentar estabelecer relações entre as variáveis, utilizando métodos padronizados de coleta e análise de dados.

Como procedimento para a coleta dos dados, adotou-se a pesquisa documental, tendo como fonte de dados secundários (i) a página eletrônica da BM&FBOVESPA, de onde foi obtida a relação das empresas em cada estrato do mercado diferenciado, bem como o setor econômico de atuação, e (ii) a base da Economatica[®], que é o maior banco de dados sobre empresas listadas na BM&FBOVESPA, da qual se extraiu o valor de mercado dessas empresas na situação do último dia de cada ano da série temporal.

A população pesquisada é composta de 182 empresas, ou seja, todas que integram o mercado diferenciado da BM&FBOVESPA, sendo 129 no Novo Mercado, 21 empresas no Nível 2 e 32 no Nível 1, de acordo com as informações disponíveis no portal eletrônico da BM&FBOVESPA (2013a), extraídas em 20 de junho de 2013.

A literatura pesquisada não apresenta evidências da alternância entre os níveis de listagem pelas empresas já neles presentes. Não

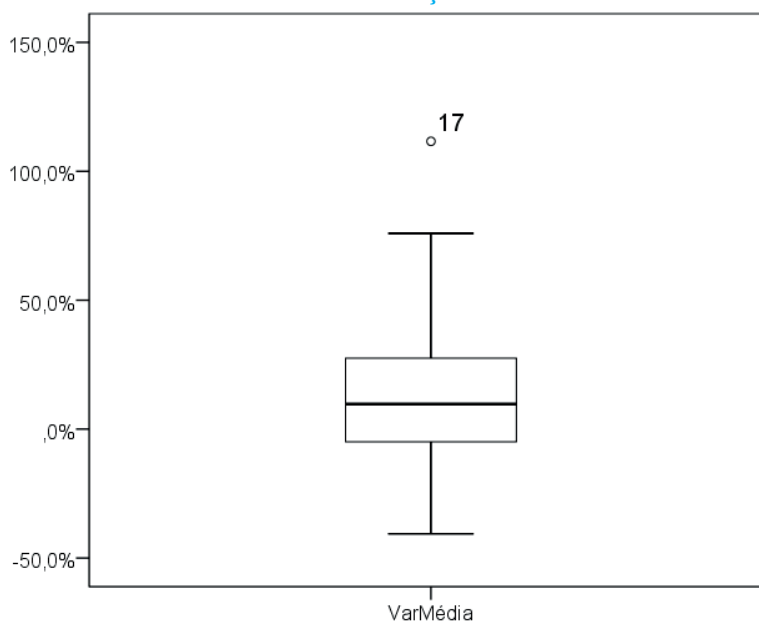
obstante, como discutido anteriormente, pode ser considerada robusta no que se refere aos exemplos de migração do mercado tradicional para o diferenciado, de modo que não se levou em consideração, neste estudo, eventuais movimentos de migração entre os NDGC.

O período contemplado é de quatro anos (2009 a 2012), o que confere maior consistência ao estudo, além de aumentar a validade dos dados observados. Não se considerou o ano de 2008, pois este é caracterizado pelo auge da recente crise financeira internacional. A coleta de dados

mostrou que, das 182 empresas presentes no mercado diferenciado, 31 não possuíam valor de mercado na base da Economatica[®]. Para eliminar vieses no cálculo da variação média do valor de mercado, tais companhias foram eliminadas da análise, que passou a aplicar-se a 151 empresas compreendidas pelos testes estatísticos.

Ainda visando eliminar fontes de vieses e aumentar a confiabilidade dos resultados, foi realizado um teste para identificação de casos considerados *outliers* na amostra, conforme apresentado no gráfico abaixo:

Gráfico 2 – Verificação de outliers



Fonte: Dados da pesquisa – Amostra: 151 empresas.

Por esse critério, houve a exclusão de um caso (nº 17), referente a uma empresa atuante em setor não regulado, com ações listadas no nível NM do mercado diferenciado da BM&FBOVESPA. Assim, a amostra final consolidada para a realização do estudo constou de 150 empresas.

Para cada empresa da amostra, também foi verificado se seu setor de atuação está sujeito à ação reguladora de alguma agência governamental, tomando-se por base (i) a definição dos setores regulados constantes na Lei nº 8.987/1995, que definiu as agências reguladoras de serviços prestados em regime de concessão e permissão no país (BRASIL, 1995), bem como (ii) o formulário de referência de cada empresa (em seu item 7.5 – Efeitos da regulação

estatal), disponibilizado no site da BM&FBOVESPA (2013a).

A partir desta base, foi aplicada estatística inferencial para investigar como se dá a relação entre o nível de listagem no mercado diferenciado e os indicadores de desempenho econômico das organizações nele presentes.

4.1. Operacionalização das variáveis

As variáveis independentes adotadas foram os níveis do mercado diferenciado: NM (Novo Mercado), N2 (Nível 2) e N1 (Nível 1).

No intuito de verificar se o nível de listagem na BM&FBOVESPA influencia no desempenho econômico, foi usada como variável dependente a

Varição Média Anual do Valor de Mercado da empresa ($\overline{\Delta VM}$), que representa o desempenho econômico das organizações.

A opção por valores percentuais de variação se justifica, já que adotar a informação absoluta (em R\$, reais) do valor de mercado poderia implicar vieses, em virtude da própria diferença de porte das organizações listadas em cada estrato do mercado diferenciado. Também, a utilização de uma média dessas variações – e não a variação entre os anos extremos – atenua os efeitos de

$$\overline{\Delta VM} = \frac{\Delta\%_{09 \rightarrow 10} + \Delta\%_{10 \rightarrow 11} + \Delta\%_{11 \rightarrow 12}}{3}$$

onde $\Delta\%_{XX \rightarrow YY}$ representa a variação percentual do indicador Valor de Mercado de um ano a outro, desde 2009 até 2012.

Uma vez obtidos os indicadores das empresas, foi realizado um teste de análise de variância (ANOVA), para testar as médias “dentro” de cada nível de listagem (NM, N2 e N1) e “entre” esses níveis.

$$h_0: \overline{\Delta VM}_{NM} = \overline{\Delta VM}_{N2} = \overline{\Delta VM}_{N1}$$
$$h_1: \overline{\Delta VM}_{NM} \neq \overline{\Delta VM}_{N2} \neq \overline{\Delta VM}_{N1}$$

Utilizando-se de análise de variância com o mesmo fim, a hipótese H_2 enunciada neste estudo, segundo a qual “o desempenho econômico das organizações, por tipo de setor (regulado vs. não

crescimentos ou encolhimentos anormais do valor de mercado. Destarte, o cálculo de $\overline{\Delta VM}$ é dado pela fórmula abaixo:

Para efeito de testes, a hipótese H_1 enunciada neste estudo, segundo a qual “o desempenho econômico das organizações está relacionado positivamente com seu nível de governança no mercado diferenciado”, pode ser assim operacionalizada:

regulado), está relacionado positivamente com o seu nível de governança no mercado diferenciado”, pode ser assim operacionalizada:

$$h_0: \overline{\Delta VM}_{NR} = \overline{\Delta VM}_R$$
$$h_1: \overline{\Delta VM}_{NR} \neq \overline{\Delta VM}_R$$

O *software* adotado para a realização dos testes foi o IBM® SPSS. Primeiramente, verificou-se a normalidade na distribuição dos dados, a partir de

um teste Kolmogorov-Smirnov, conforme a Tabela 1 abaixo:

Tabela 1 – Teste de normalidade Kolmogorov-Smirnov para a amostra de pesquisa

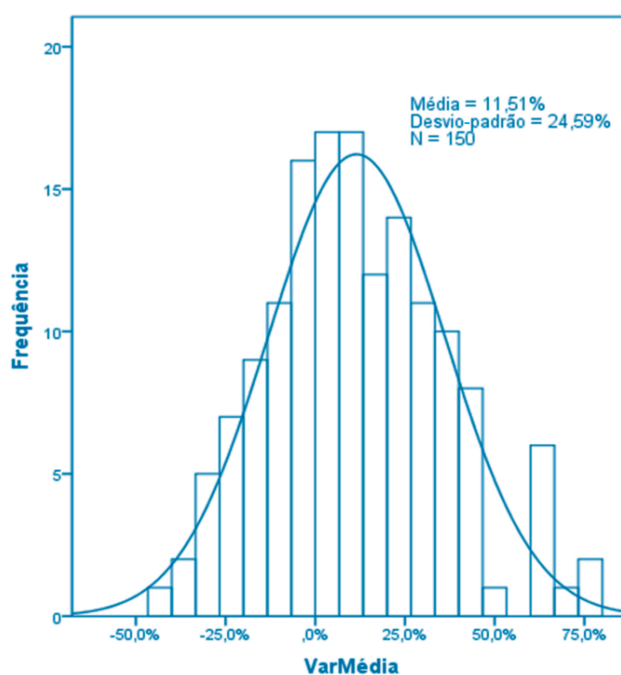
		ΔVM
N		,50
Normal Parameters ^a	Média	11,510%
	Desvio padrão	24,5900%
	Absoluto	,050
Most Extreme Differences	Positive	,050
	Negative	-,037
Kolmogorov-Smirnov Z		,607
Sig. Assint. (2 caudas)		,855

a. A distribuição do teste é Normal.

Fonte: Dados da pesquisa – Amostra: 150 empresas.

O Gráfico 3 representa a normalidade dos dados da pesquisa:

Gráfico 3 – Histograma dos dados da amostra



Fonte: Dados da pesquisa – Amostra: 150 empresas.

Em seguida, partiu-se para os testes específicos de média e variância. A análise dos resultados se dará inicialmente com estatística descritiva sobre

os dados coletados; em seguida, será dedicada uma subseção para cada hipótese da pesquisa.

5. ANÁLISE DOS RESULTADOS E DISCUSSÕES

5.1. Estatística descritiva

A distribuição das empresas da amostra em

função dos setores econômicos que ocupam é apresentada abaixo, segundo o critério de classificação setorial da BM&FBOVESPA:

Tabela 2 – Resumo quantitativo por setor

Setor Econômico	Total	%	% Acum.
Construção e transporte	29	19,3	19,3
Financeiro e outros	29	19,3	38,7
Consumo não cíclico	20	13,3	52,0
Utilidade pública	18	12,0	64,0
Materiais básicos	17	11,3	75,3
Bens industriais	15	10,0	85,3
Consumo cíclico	15	10,0	95,3
Tecnologia da informação	4	2,7	98,0
Telecomunicações	2	1,3	99,3
Petróleo, gás e biocombustíveis	1	0,7	100,0
Total	150	100,0	

Fonte: Dados da pesquisa – Amostra: 150 empresas.

Observa-se, a partir da tabela acima, que cinco setores correspondem a mais de três quartos das empresas constantes na amostra. São eles: Construção e transporte, Financeiro e outros, Consumo não cíclico, Utilidade pública e Materiais básicos.

Um resumo das variações médias do valor de mercado ($\overline{\Delta VM}$) por cada segmento de listagem é apresentado conforme aponta a tabela abaixo:

Tabela 3 – Resumo quantitativo por segmento de listagem

SEGMENTO	$\overline{\Delta VM}$	N	Desvio-padrão	Mediana	Mínimo	Máximo
N1	2,066%	32	21,4043%	-,220%	-40,6%	42,9%
N2	10,192%	18	20,2596%	5,975%	-15,2%	63,8%
NM	14,770%	100	25,6171%	13,580%	-36,9%	75,9%
Total	11,510%	150	24,5900%	9,435%	-40,6%	75,9%

Fonte: Dados da pesquisa – Amostra: 150 empresas.

A Tabela 3 sugere que o valor de $\overline{\Delta VM}$ é maior nos níveis superiores do mercado diferenciado, com 10,19% no N2 e 14,77% no NM. É necessário ainda verificar se há evidências estatisticamente significativas que validem tal comportamento, ou se isso se deve à casualidade.

Com relação ao tipo de setor de atuação, regulado ou não regulado, a estatísticas descritivas são apresentadas na Tabela 4:

Tabela 4 – Resumo quantitativo por tipo de setor de atuação (Regulado e Não Regulado)

SETOR (REG x Ñ.REG)	$\overline{\Delta VM}$	N	Desvio padrão	Mediana	Mínimo	Máximo
NÃO REGULADO	12,372%	109	24,6505%	11,270%	-40,6%	75,9%
REGULADO	9,219%	41	24,5834%	4,310%	-36,9%	66,5%
Total	11,510%	150	24,5900%	9,435%	-40,6%	75,9%

Fonte: Dados da pesquisa – Amostra: 150 empresas.

Nota-se, em termos de média, que, para as empresas pertencentes aos setores não regulados, a variação anual do valor de mercado foi maior do que nos setores regulados. Da mesma maneira, é necessário investigar a consistência estatística desses números, até mesmo em função dos níveis de listagem que as empresas ocupam.

Para o teste da primeira hipótese deste estudo (H_1), foi realizado um teste de variância (ANOVA) para investigar a diferença na variação média do valor de mercado, $\overline{\Delta VM}$, de cada nível do mercado diferenciado no período contemplado na amostra (quatro anos). As condições de teste para a verificação de H_1 são as seguintes:

5.2. Teste da hipótese H_1

$$h_0: \overline{\Delta VM}_{NM} = \overline{\Delta VM}_{N2} = \overline{\Delta VM}_{N1}$$

$$h_1: \overline{\Delta VM}_{NM} \neq \overline{\Delta VM}_{N2} \neq \overline{\Delta VM}_{N1}$$

A tabela seguir apresenta os resultados do teste:

Tabela 5 – Teste de variância para os níveis de listagem (NM, N2 e N1)

	Soma dos Quadrados	df	Quadrado Médio	F	Sig.
Entre Grupos	3948,069	2	1974,034	3,368	,037
Nos grupos	86147,687	147	586,039		
Total	90095,756	149			

Fonte: Dados da pesquisa – Amostra: 150 empresas.

Percebe-se que o teste aponta significância (Sig.) igual a 0,03. Isso indica que a hipótese nula (h_0) está rejeitada a um nível de significância de 5%, aceitando-se, por conseguinte, a hipótese alternativa (h_1), o que confirma que, estatisticamente, a variação média do valor de mercado é diferente em cada um dos níveis de listagem (NM, N2, N1).

Esse resultado é de especial importância, por indicar, empiricamente, que, ao longo dos últimos quatro anos, o valor de mercado das organizações presentes no estrato Novo Mercado (NM) da BM&FBOVESPA variou mais positivamente que o valor de mercado daquelas empresas atuantes no Nível 2 (N2). Analogamente, o mesmo é válido na comparação entre o N2 e o Nível 1 (N1).

Portanto, ainda sem levar em conta o tipo de mercado de atuação, regulado ou não regulado, sugere-se a existência de um incentivo aos acionistas e controladores das organizações (maior variação positiva do valor de mercado) para que migrem para os segmentos mais elevados do mercado diferenciado, atendendo aos requisitos de ingresso.

A maioria dos estudos empíricos de natureza similar tem se dedicado a comparar o desempenho de organizações dentro e fora dos mercados diferenciados de governança, a exemplo de Carvalho (2003), Santos e Pedreira (2004) e Martins, Silva e Nardi (2006) no Brasil; Gompers, Ishii e Metrick (2003) nos Estados Unidos; e Drobetz, Schillhofer e Zimmermann (2004) na

Europa. Todos eles evidenciaram desempenho superior dentro dos mercados diferenciados, apontando tal evidência como um incentivo para que gestores e controladores ingressem nesses mercados.

Os resultados aqui encontrados complementam e enriquecem tais estudos no momento em que põem em foco a comparação entre os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC), sugerindo que, uma vez que a empresa decide aderir ao mercado diferenciado, há incentivos para que o faça optando pelos segmentos mais elevados de governança.

Contudo, é relevante investigar com maior detalhe o comportamento de $\overline{\Delta VM}$ evidenciado acima, a partir de uma análise por tipo de setor de atuação das empresas presentes em cada nível, podendo o setor ser classificado como regulado ou não regulado. A isso se propuseram os testes da segunda hipótese proposta neste artigo (H_2).

5.3. Teste da hipótese H_2

Para o teste da segunda hipótese deste estudo (H_2), foi novamente realizado um teste de variância (ANOVA) para investigar a diferença na variação média do valor de mercado, $\overline{\Delta VM}$, de cada grupo de empresas. As condições do teste para a verificação de H_2 são as seguintes:

$$h_0: \overline{\Delta VM}_{NR} = \overline{\Delta VM}_R$$

$$h_1: \overline{\Delta VM}_{NR} \neq \overline{\Delta VM}_R$$

A Tabela 6 mostra os resultados do teste:

Tabela 6 – Teste de variância para os tipos de mercado de atuação (Regulado e Não Regulado)

	Soma dos Quadrados	df	Quadrado Médio	F	Sig.
Entre Grupos	296,158	1	296,158	0,488	,486
Nos grupos	89799,598	148	606,754		
Total	90095,756	149			

Fonte: Dados da pesquisa – Amostra: 150 empresas.

Percebe-se que o teste aponta significância (Sig.) igual a 0,486. Isso indica que não há evidências estatisticamente significativas para rejeitar a hipótese nula (h_0), a um nível de significância de 10%. Considera-se, assim, que a variação média do valor de mercado é igual entre os tipos de mercado de atuação (regulados, não regulado). Isso implica a necessidade de análise

da $\overline{\Delta VM}$ dentro de cada tipo de setor de atuação, que permite compreender se, individualmente, algum deles teria incentivo a elevar o nível de listagem no mercado diferenciado.

A Tabela 7 representa o teste para as empresas dos setores regulados:

Tabela 7 – Teste de variância para os tipos de mercado de atuação (somente Regulado)

	Soma dos Quadrados	df	Quadrado Médio	F	Sig.
Entre Grupos	3031,279	2	1515,639	2,724	,078
Nos grupos	21142,530	38	556,382		
Total	24173,808	40			

Fonte: Dados da pesquisa – Amostra: 41 empresas.

O resultado aponta significância (Sig.) igual a 0,078, indicando que, entre as empresas dos setores regulados, a hipótese nula (h_0) deve ser refutada, e aceita a hipótese alternativa; ou seja, há diferença estatisticamente significativa de $\overline{\Delta VM}$ entre as organizações atuantes nos setores regulados que estão no N1, N2 ou NM, a um nível

de significância de 10%. Logo, para estas empresas, pode haver incentivo para ascender aos níveis de listagem superiores do mercado diferenciado.

Abordando agora somente as empresas atuantes em setores não regulados, obteve-se o seguinte resultado:

Tabela 8 – Teste de variância para os tipos de mercado de atuação (somente Não Regulado)

	Soma dos Quadrados	df	Quadrado Médio	F	Sig.
Entre Grupos	1690,584	2	845,292	1,401	,251
Nos grupos	63935,206	106	603,162		
Total	65625,789	108			

Fonte: Dados da pesquisa – Amostra: 109 empresas.

O teste apresenta que, para as empresas atuantes em setores não regulados, a hipótese nula (h_0) deve ser aceita, não havendo, portanto, diferença estatisticamente significativa de $\overline{\Delta VM}$ entre as organizações que estão no N1, N2 ou NM. Em síntese, para estas empresas, não há incentivo, em termos de variação média do valor

de mercado, para ascender a níveis de listagem superiores (N2 e NM).

Considerando-se os três estratos do mercado diferenciado, estes dois últimos experimentos permitiram compreender que, embora não existam diferenças significativas no valor de $\overline{\Delta VM}$ entre os dois grupos (de empresas reguladas e de não reguladas), especificamente para as empresas

dentro do grupo de atuantes em setores regulados essa diferença está empiricamente confirmada.

6. CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES

A governança corporativa tem sido tema de diversos estudos nos últimos anos, principalmente a partir do ano 2000. Nesse campo, um dos temas recorrentes tem sido a avaliação do desempenho das organizações em função das práticas de governança por elas adotadas. Estudos desenvolvidos por diferentes autores no Brasil e no exterior têm analisado tais aspectos e disponibilizado informações relevantes a seu respeito.

Como mencionado, tais trabalhos tiveram por premissa básica comparar o desempenho das organizações que adotam práticas de governança com o daquelas que não as adotam. Eles evidenciaram, em sua maioria, que as empresas adeptas de sistemas de governança corporativa mais sofisticados desempenham melhores *performances* econômicas.

A lacuna preenchida pelo presente estudo, que justificou seu objetivo principal, foi avaliar o desempenho econômico, medido aqui pela variação média anual do valor de mercado, “entre” os estratos diferenciados da BM&FBOVESPA (NM, N2 e N1). Nesse contexto, ficou empiricamente constatado que há, sim, melhor desempenho econômico por parte das organizações listadas no N2 em relação ao N1, e do NM em relação a N2, o que poderia ser um incentivo aos seus controladores para a adesão aos níveis superiores. Também se evidenciou que essa diferença de desempenho não fica comprovada ao se observar o tipo de setor de atuação, regulado ou não regulado, para toda a amostra. Contudo, evidenciou-se que as empresas de setores regulados, isoladamente, têm melhor desempenho nos estratos superiores.

Como sugestão para futuros trabalhos, sugere-se a adoção de outros indicadores de desempenho, como Retorno sobre o Investimento (ROI) e Lucro por Ação (LPA). Isso poderia conferir ainda maior validade no momento em que tais indicadores se complementam com a variação média do valor de mercado como sinalizadores de desempenho econômico. Sugere-se, ademais, que futuras pesquisas levem em consideração o efeito de possíveis movimentos de migração entre os

NDGC por empresas já adeptas de práticas diferenciadas de governança, bem como investiguem a ocorrência de eventos (por exemplo: ingressos e saídas dos NDGC, fusões e aquisições) que possam ter provocado vieses, sendo, ambos, limitações deste estudo. Também se propõe uma comparação entre empresas de diferentes setores da economia, como Telecomunicações e Energia Elétrica, entre outros, o que poderia mapear quais setores possuem incentivos reais, em termos de desempenho econômico, para ascender a níveis mais elevados do mercado diferenciado de governança corporativa.

7. REFERÊNCIAS

AGUIAR, A. B.; CORRAR, L. J.; BATISTELLA, F. D. Adoção de práticas de governança corporativa e o comportamento das ações na Bovespa: evidências empíricas. *Revista de Administração*, São Paulo: Universidade de São Paulo, v. 39, n. 4, p.338-347, out./dez. 2004.

AKERLOF, G. A. The market for „lemons“: quality uncertainty and the market mechanism. *Quarterly Journal of Economics*, v. 84, n. 3, p. 488-500, 1970. <<http://dx.doi.org/10.2307/1879431>>.

ANDRADE, L. P.; SALAZAR, G. T.; CALEGÁRIO, C. L. L.; SILVA, S. S. Governança corporativa: uma análise da relação do conselho de administração com o valor de mercado e desempenho das empresas brasileiras. *Revista de Administração Mackenzie*, São Paulo, v. 10, n. 4, jul./ago. 2009.

BM&FBOVESPA. *Empresas listadas*. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/cias-listadas/empresas-listadas/BuscaEmpresaListada.aspx?idioma=pt-br>>. Acesso em: 16 out. 2013a.

BM&FBOVESPA. *Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada*. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/indices/ResumoCarteiraTeorica.aspx?Indice=IGC&idioma=pt-br>>. Acesso em: 20 jun. 2013b.

- BM&FBOVESPA. *O que são Segmentos de Listagem*. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/ptbr/servicos/solucoes-para-empresas/segmentos-de-listagem/o-quesaosegmentosdelistagem.aspx?Idioma=pt-br>>. Acesso em: 20 jun. 2013c.
- BRASIL. Lei Nº 8.987, de 13 de fevereiro de 1995. Dispõe sobre o regime de concessão e permissão da prestação de serviços públicos previsto no art. 175 da Constituição Federal, e dá outras providências. *Diário Oficial da República Federativa do Brasil*, Brasília, DF, 14 fev. 1995. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l8987cons.htm>. Acesso em: 27 out. 2013.
- CARVALHO, A. G. *Efeitos da migração para os níveis de governança da Bovespa*. Trabalho preparado para a Bovespa, São Paulo, 2003. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br>>. Acesso em: 21 out. 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.
- CHILD, J.; RODRIGUES, S. B. Corporate governance and new organizational forms: issues of double and multiple agency. *Journal of Management and Governance*, v. 7, n. 4, p. 337-360, 2003.
- COLLIS, J.; HUSSEY, R. *Pesquisa em administração: um guia prático para alunos de graduação e pós-graduação*. 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.
- CORREIA, L. F.; AMARAL, H. F. Reflexão sobre as funções da governança corporativa. *Revista de Gestão*, Universidade de São Paulo, São Paulo, v.13, n. 1, p. 43-55, jan./mar. 2006.
- 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, June 2004. <<http://dx.doi.org/10.1111/j.13547798.2004.00250.x>>.
- EISENHARDT, K. M. Agency theory: an assessment and review. *Academy of Management Review*, v. 14, n. 1, p. 57-74, Jan. 1989.
- FAMA, E.; JENSEN, M. Separation of ownership and control. *Journal of Law & Economics*, v. 26, n. 2, p. 301-325, June 1983. <<http://dx.doi.org/10.1086/467037>>.
- FERNANDES, N. A. C.; DIAS, W. O.; CUNHA, J. V. A. Governança corporativa no contexto brasileiro: um estudo do desempenho das companhias listadas nos níveis da BM&FBOVESPA. *Organizações em contexto*, ano 6, n. 11, p. 22-44, jan./jun. 2010.
- GOMPERS, P. A.; ISHII J. L.; METRICK A. Corporate governance and equity prices. *Quarterly Journal of Economics*, v. 118, n. 1, p. 107-155, 2003. <<http://dx.doi.org/10.1162/00335530360535162>>.
- JENSEN, M.; MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency cost, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976. <[http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)>.
- LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, v. 58, n. 1-2, p. 3-27, 2000. <[http://dx.doi.org/10.1016/S0304405X\(00\)00065-9](http://dx.doi.org/10.1016/S0304405X(00)00065-9)>.

- LEAL, R. P.; SILVA, A. L. C.; FERREIRA, V. A. C. *Governança corporativa no Brasil e no mundo*. Rio de Janeiro: E-papers Serviços Editoriais, 2002.
- MARTINS, V. A.; SILVA, R. L. M.; NARDI, P. C. C. Governança corporativa e liquidez das ações. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 30., 2006, Salvador. *Anais...* Salvador: ANPAD, 2006.
- NARDI, P. C. C.; NAKAO, S. H. Impacto da entrada nos níveis diferenciados de governança corporativa sobre a imagem institucional das empresas. *Revista Contabilidade Vista e Revista*, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, v. 19, n. 2, p. 85-111, abr./jun. 2008.
- PROCIANOY, J.; VERDI, R. Adesão aos novos mercados da BOVESPA: Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2 – determinantes e consequências. *Revista Brasileira de Finanças*, v. 7, n. 1, p. 107-136, 2009.
- RIBEIRO, H. C. M.; COSTA, B. K.; FERREIRA, M. P.; SERRA, B. P. C. Produção científica sobre os temas governança corporativa e *stakeholders* em periódicos internacionais. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 36., 2012, Rio de Janeiro. *Anais...* Rio de Janeiro: ANPAD, 2012a.
- RIBEIRO, H. C. M.; MACHADO JÚNIOR, C.; SOUZA, M. T. S.; CAMPANÁRIO, M. A.; CORRÊA, R. Governança corporativa: um estudo bibliométrico da produção científica das dissertações e teses brasileiras. *Contabilidade, Gestão e Governança*, Brasília, v. 15, n. 3, p. 52-70, set./dez. 2012b.
- SANTOS, J. O.; PEDREIRA, E. B. Análise da relação entre o índice de governança corporativa e o preço das ações de empresas do setor de papel e celulose. *Administração em Diálogo*, São Paulo, v. 6, n. 1, p. 87-99, 2004.
- SCOTT, W. *Financial Accounting Theory*. 5. ed. New Jersey: Prentice Hall, 2009.
- SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.
- SILVA, R. L. M.; NARDI, P. C. C.; MARTINS, V. A.; BAROSSO-FILHO, M. Fatores condicionantes da liquidez das ações: efeitos dos níveis de governança, ADR e crise econômica. *Brazilian Business Review*, v. 11, n. 1, p. 1-25, jan./mar. 2014. <<http://dx.doi.org/10.15728/bbr.2014.11.1.1>>.
- SILVEIRA, A. D. M. *Governança corporativa: desempenho e valor da empresa no Brasil*. São Paulo: Saint Paul Editora, 2005.
- SIMON, H. A. A behavioral model of rational choice. *Quarterly Journal of Economics*, v. 69, n. 1, p. 99-118, Febr. 1955.
- WILLIAMSON, O. E. *Markets and hierarchies*. New York: Free Press, 1975.