

UM ESTUDO SOBRE AS MUDANÇAS NOS NÍVEIS DIFERENCIADOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA DA B3 A PARTIR DE 2018

Leandro Araújo Wickboldt¹

Jonas Batista de Alencar²

Josicleide de Amorim Pereira Moreira³

Maria do Rosário da Silva⁴

RESUMO

A B3 criou no ano 2000 segmentos de listagem para companhias empenhadas em adotar, voluntariamente, práticas diferenciadas de governança corporativa. Esses segmentos são chamados de níveis diferenciados de governança corporativa (NDGC), representando uma espécie de certificado de qualidade neste quesito. As normas que regulamentam os NDGC passaram por revisões (alterações) em 2006 e 2011, entrando em vigor, em 02 de Janeiro de 2018, novas regras de funcionamento que alteraram as normas anteriormente vigentes de Maio de 2011 a Dezembro de 2017. Neste sentido, a pesquisa em tela tem como objetivo analisar as últimas mudanças nos NDGC da B3. Adicionalmente, verificou-se também a dinâmica de adesões e deslistagens nos últimos 18 anos. Os principais achados constatados foram à inserção de quatro novos itens (comitê de auditoria, controles internos, compliance e divulgação de informações em inglês) que potencializam os princípios da prestação de contas e da transparência. Contudo, os NDGC continuam a negligenciar o princípio da responsabilidade corporativa por não exigir práticas de sustentabilidade que poderiam mitigar externalidades negativas. Ademais, infere-se que essas modificações ainda não impactaram na quantidade de companhias listadas, pois boa parte das regras, que tocam a alteração dos estatutos sociais, será exigida a partir de 2021.

Palavras-chave: Governança Corporativa. Níveis Diferenciados de Governança Corporativa. B3.

ABSTRACT

In the year 2000, Brazilian official stock exchange (B3) created listing segments for companies willing to voluntarily adopt differentiated practices of corporate governance. Those are called differentiated levels of corporate governance (NDGC), standing in for a sort of quality certification in this subject. NDGC rules underwent alterations in 2006 and 2011, and in January 2, 2018, new functioning rules came into force, altering previously established norms from May 2011 to December 2017. In this regard, the current research aims to analyze the latest changes on B3 NDGC. Additionally, the dynamics of listing and delisting in the last 18 years were investigated. The main findings were the addition of four new items (audit committee, internal control, regulatory compliance and broadcasting information in English) that boost the principles of accountability and transparency. However, the NDGC keep neglecting the principle of corporate responsibility since they do not demand sustainability practices which could mitigate negative externalities. Furthermore, it is assumed that such modifications have yet to impact on the number of companies listed, since most of the rules, which concern change on social statutes, shall begin enforcement in 2021.

Keywords: Corporate Governance. Differentiated Levels of Corporate Governance. B3..

¹ Doutorando do Programa de Pós-Graduação em Administração (PPGA) da Universidade Federal da Paraíba (UFPB). Professor Assistente da Universidade Federal de Alagoas – UFAL. E-mail: leandrowickboldt@hotmail.com.

² Graduando em Ciências Contábeis pela Universidade Federal de Alagoas – UFAL. E-mail: jonasbatista15@hotmail.com.

³ Doutoranda do Programa de Pós-Graduação em Desenvolvimento e Meio Ambiente - (Prodema) da Universidade Federal da Paraíba (UFPB). Professora Assistente da Universidade Federal de Alagoas – UFAL. E-mail: josicleideamorim@gmail.com.

⁴ Mestranda em Controladoria (UFRPE). Professora Auxiliar do Curso de Ciências Contábeis na Universidade Federal de Alagoas – UFAL. E-mail: mariacont.silva@gmail.com.

1 INTRODUÇÃO

Em virtude da necessidade de criação de mecanismos de controle, proteção e monitoramento para a relação entre o principal e o agente, potencialmente conflitante, surge a Governança Corporativa (GC). Portanto, a GC é um conjunto de práticas para melhor gestão das empresas a fim de guiar, medir e monitorar a atuação, dentre outros, de sócios, administradores, conselheiros, auditores no melhor interesse da organização, atenuando seus problemas.

Os referidos problemas surgem a partir da separação entre a propriedade e o controle e os conflitos de interesse dela acarretados (BERLE; MEANS, 1932; JENSEN; MECKLING, 1976), bem como do comportamento oportunista dos gestores (WILLIAMSON, 1964). Esses conflitos, além da assimetria de informações (AKERLOF, 1970; MYERS; MAJLUF, 1983), são fricções inerentes a qualquer negócio que, se não mitigados, podem levar a derrocada de empresas e afetar, sistematicamente, economias inteiras.

Além de controlar as fricções, a GC visa facilitar e baratear o acesso ao financiamento externo (SILVA; SANTOS; ALMEIDA, 2012; FONSECA; SILVEIRA, 2016), sendo ainda, útil para os investidores no mercado de capitais (SHLEIFER; VISHNY, 1997), pois expõe a qualidade ou a deficiência de gestão, controle, relacionamento com partes interessadas e compliance.

Balachandran e Faff (2015) argumentam que a GC melhora a pontualidade e a transparência dos relatórios contábeis, previne as fraudes contábeis, tomada de riscos excessivos e atribui responsabilização aos principais gestores em caso de descumprimento das normas internas e externas.

De acordo com Aguilera e Cuervo-Cazurra (2009), a elevação dos escândalos corporativos em muitos países torna a GC relevante para as autoridades, profissionais do mercado, mídia e para a academia. Diante desse cenário, os mercados de capitais necessitam da disseminação da GC, como forma de atrair e manter investidores.

Além de tratar dos problemas inerentes a atividade empresarial, o debate sobre GC se intensifica sempre que fraudes corporativas são descobertas, originando novos mecanismos preventivos. Por exemplo, a Lei Sarbanes-Oxley (SOX), de 2002, criada após escândalos envolvendo grandes empresas norte-americanas (BROWN; CAYLOR, 2006).

No Brasil, escândalos recentes envolvendo as maiores empresas estimulam a reflexão acerca do tema. Por exemplo, a descoberta de corrupção na Petrobras e, mais recentemente, na JBS e na BRF.

Em que pese, os estudos sobre GC são pertinentes no Brasil em face das particularidades apresentadas pelo ambiente de negócios do país. Destaca-se que o ambiente contratual aqui oportuniza a expropriação dos acionistas minoritários (LEAL; SILVA; VALADARES, 2002; FERREIRA; MARTINS, 2016), o conflito de interesses (BRANDÃO; CRISÓSTOMO, 2015), o uso de informação privilegiada (MARTINS; PAULO, 2014). Além disso, temos um mercado com alta incidência de anomalias (FAMÁ; CIOFFI; COELHO, 2008) e com baixa liquidez em muitas ações (MACHADO; MEDEIROS, 2012).

Percebe-se, então, que é fundamental para o aumento da credibilidade do mercado de capitais brasileiro que a GC se desenvolva e que as empresas entendam o que é mais importante, melhorando sua valorização pelo mercado (LA PORTA; LOPEZ-DE-SILANES; SHLEIFER; VISHNY, 2002).

Face às características particulares do ambiente brasileiro, agregadas à turbulência político-econômica, cabe às instituições representativas do mercado de capital nacional, com apoio das autoridades do setor, estimular as boas práticas de GC pelo país. Nesse sentido, a Bolsa de Valores Brasileira (B3) estimulou as boas práticas de GC ao criar segmentos de listagem diferenciados. Nestes segmentos as empresas que atendem a determinados requisitos são consideradas como aquelas que têm os melhores níveis de GC, portanto recebem destaque pela B3.

Estes segmentos de listagem são chamados de níveis diferenciados de governança corporativa (NDGC) e foram criados no ano 2000, prescrevendo um conjunto de práticas para além das exigências legais como, por exemplo, direitos adicionais para acionistas e transparência. Os NDGC passaram por três modificações nos anos de 2006, 2011 e 2018, com o intuito de aprimorar os requisitos e aumentar a qualidade da GC exigida das empresas que pretendem ser diferenciadas (B3, 2017).

Dado o exposto, este estudo parte da seguinte indagação: Quais foram às mudanças fundamentais nos níveis diferenciados de governança corporativa (NDGC) da B3, que entraram em vigor a partir de 02 de Janeiro de 2018?

Para responder a esse questionamento, o estudo objetiva analisar o padrão instituído em 02 de Janeiro de 2018 para adesão aos NDGC e suas diferenças em relação às exigências anteriormente vigentes entre Maio de 2011 e Dezembro de 2017. Além disso, o estudo examina a dinâmica de adesões e deslistagens das empresas aos NDGC nos últimos 18 anos.

2 REFERENCIAIS TEÓRICOS

A primeira parte dessa seção apresenta, em linhas gerais, as principais abordagens investigadas dentro da temática de GC. Já a segunda parte objetiva caracterizar os níveis diferenciados de governança corporativa antes das mudanças ocorridas em 02 de janeiro de 2018.

2.1 Governança Corporativa

Existem algumas definições para a Governança Corporativa. Em sua Cartilha de Recomendações sobre Governança Corporativa (2002, p. 1), a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) define a GC como “o conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital”.

Em geral, os estudos de GC podem ser agrupados por abordagens: (1) identificação dos seus determinantes em diferentes ambientes; (2) análise dos seus efeitos sobre o valor, desempenho, custo de capital e risco e; (3) mensuração da sua qualidade por meio de índices.

No que diz respeito aos determinantes da GC, ao redor do mundo se estudou o efeito da legislação (LA PORTA; LOPEZ-DE-SILANES; SHLEIFER; VISHNY, 1998), da estrutura de propriedade (LA PORTA; LOPEZ-DE-SILANES; SHLEIFER, 1999) e da proteção ao investidor (LA PORTA; LOPEZ-DE-SILANES; SHLEIFER; VISHNY, 2000). Constatando que países com fraca proteção legal e ao investidor e com estruturas de propriedade concentradas apresentam

piores níveis de GC. No Brasil analisam-se os determinantes da GC sob a influência de mecanismos isolados, como o conselho de administração (SILVEIRA; BARROS; FAMÁ, 2003.a) e estrutura de propriedade (BRANDÃO; CRISÓSTOMO, 2015), e por meio de múltiplos mecanismos (SILVEIRA; BARROS, 2008; ASSUNÇÃO; DE LUCA; VASCONCELOS, 2015).

Quanto aos efeitos da GC, estudos que vinculam a GC ao valor da empresa são vários (CREMERS; NAIR, 2005; DURNEV; KIM, 2005; BROWN; CAYLOR, 2006; CHHAOCHHARIA GRINSTEIN, 2007; LIMEIRA; LEE NESS, 2007). O principal argumento a favor dessa relação direta entre GC e valor é o seu papel na redução dos conflitos de agência, via redução da incerteza quanto aos fluxos de caixa futuros, ou reduzindo o custo de capital. Uma boa parte utiliza o Q de Tobin como proxy de valor.

Outros estudos vinculam a GC ao desempenho das empresas como consequência de uma melhor gestão. Os exemplos incluem estudos vinculados ao desempenho contábil (ROA, ROE etc.) (BØHREN; ØDEGAARD, 2003; HAB; JOHAN; SCHWEIZER, 2016; BHATT; BHATT, 2017) e eficiência e produtividade (DOMADENIK; PRASNIKAR; SVEJNAR, 2016).

Quanto aos estudos que relacionam a GC com o custo de capital e risco, espera-se que a GC os reduza, por maior transparência e confiabilidade da gestão. Com relação ao custo de capital (SILVA et al, 2012; FONSECA; SILVEIRA, 2016) e com relação ao risco (SILVA; CARMONA; LAGIOIA, 2011; MARTINEZ-BLASCO; GARCIA-BLONDON; CASTILLO-MERINO, 2017).

Por fim, existem diversos estudos tanto no Brasil quanto no exterior que se propõem a examinar a qualidade da GC (KLAPPER; LOVE, 2004; BROWN; CAYLOR, 2006; CORREIA; AMARAL; LOUVET, 2011; LEAL; CARVALHAL; IERVOLINO, 2015). Os referidos estudos medem a qualidade da governança por completo e sua relação com desempenho ou valor da companhia em vez de observar a influência de alguns mecanismos isolados.

A seguir observa-se os esforços institucionais de promoção das boas práticas de GC no Brasil, por meio das entidades representativas do Mercado de Capitais, que tem total interesse em seu fortalecimento.

2.2 A Governança Corporativa no Brasil

Com o intuito de contribuir com a governança nas organizações brasileiras, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) foi fundado, em 1995, sendo o principal indutor das práticas de GC e das discussões sobre o tema no país, tendo alcançado reconhecimento nacional e internacional (IBGC, 2015).

Segundo o IBGC (2015), o movimento por boas práticas de Governança Corporativa no Brasil “mostrou-se mais dinâmico a partir das privatizações e da abertura do mercado nacional nos anos 1990.” As privatizações ocasionaram experiências de controle compartilhado no país, formalizado por meio de acordo entre acionistas; já a abertura do mercado nacional acirrou a competição, compelindo as empresas a buscarem recursos via mercado de capitais e isto, consequentemente, modificou suas estruturas societárias (IBGC, 2015).

Por sua vez, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), órgão regulador do mercado de capitais brasileiro, lançou, em junho de 2002, uma cartilha intitulada “Recomendações da CVM sobre a Governança Corporativa”, com o objetivo de “orientar nas questões que podem influenciar significativamente a relação entre administradores, conselheiros, auditores independentes, acionistas controladores e acionistas minoritários” (CVM, 2002, p. 1). Embora o descumprimento dessa cartilha não constitua falta passível de punição, a CVM exige constar nas informações anuais a indicação do nível de adesão às recomendações, na forma de pratique ou explique.

2.3 Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC)

Na B3 (antiga BM&F Bovespa) existem segmentos de listagem que têm como requisitos níveis diferenciados governança corporativa (NDGC), representando uma espécie de “certificado de qualidade” acerca das práticas de governança adotadas pelas empresas de capital aberto e que podem ser aderidas voluntariamente. Para alcançar esses níveis, a empresa deve cumprir um regulamento pré-estabelecido de práticas, sendo alguns desses: regras societárias e de controles internos, divulgação de informações, regras de distribuição pública e dispersão (B3, 2017).

De acordo com Silveira, Barros e Famá (2003), de um lado existem empresas não aderentes, que são vistas pelo mercado como incapazes ou desinteressadas em realizar um

esforço adicional às exigências legais no sentido de aumentar a qualidade de sua Governança. No outro extremo, estão as empresas que optam pelo segmento em que é exigida maior transparência e onde as regras são mais rígidas, que são bem vistas pelo mercado (SILVEIRA; BARROS; FAMÁ, 2003-a).

Os NDGC são: o Nível 1 (N1), o Nível 2 (N2) e o Novo Mercado (NM). Esses níveis foram criados em dezembro de 2000, com objetivo de melhorar a avaliação das companhias que, de forma voluntária, aderirem a um desses níveis. Os NDGC contêm exigências além das obrigações legais. Exigências essas coerentes com os princípios da boa governança, quais sejam (1) transparência, (2) equidade, (3) prestação de contas e (4) responsabilidade corporativa (IBGC, 2015).

O Novo Mercado (NM) é o segmento com as mais altas exigências de governança. Infere-se que a importância dada ao princípio da equidade no conjunto de práticas do segmento NM (por exemplo, não se admitindo ações preferenciais) deve-se ao fato da alta propensão de expropriação da riqueza dos minoritários pelos majoritários, típico do contexto brasileiro (LEAL; SILVA; VALADARES, 2002).

Argumentam Silveira et al. (2003-a) que, por se tratar de uma mudança relevante na estrutura de capital das empresas, é mais comum que a decisão de aderir ao Novo Mercado (NM) seja tomada na abertura de capital.

Os demais níveis são considerados preparatórios para o NM. O Nível 2 é muito similar ao NM, porém permite a existência de ações preferenciais (PN). O Nível 1 é considerado um “ensaio” para que a empresa almeje melhores níveis de GC, pois a mudança estrutural é mínima (B3, 2017).

Segmento	Novo Mercado	Nível 2	Nível 1	Tradicional
Características das ações emitidas (1)	Permite a existência somente de ações ON	Permite a existência de ações ON e PN (com direitos adicionais)	Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação)	
Percentual mínimo de ações em circulação (free float) (2)	No mínimo 25% de <i>free float</i>			Não há regra

Distribuições públicas de ações (3)	Esforços de dispersão acionária		Não há regra
Vedação a disposições estatutárias (4)	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e "cláusulas pétreas".		Não há regra
Composição do Conselho de Administração (5)	Mínimo de 5 membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 3 membros (conforme legislação), com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 3 membros (conforme legislação)
Vedação à acumulação de cargos (6)	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão).		Não há regra
Obrigações do Conselho de Administração (7)	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações da companhia.		Não há regra
Demonstrações Financeiras (8)	Traduzidas para o inglês		Conforme legislação
Reunião pública anual (9)	Obrigatória		Facultativa
Calendário de eventos corporativos (10)	Obrigatório		Facultativo
Divulgação adicional de informações (11)	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta		Não há regra
Concessão de Tag Along (12)	100% para ações ON	100% para ações ON e PN	80% para ações ON (conforme legislação)
Oferta pública de aquisição de ações no mínimo pelo valor econômico (13)	Obrigatoriedade em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento		Conforme legislação
Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado (14)	Obrigatório		Facultativo

Quadro 1 – Exigências para adesão aos NDGC até 31.12.2017.

Fonte: Adaptado de *site* B3 (2017).

Segundo dados da B3 (2018a), em dezembro de 2017, 53,78% das 344 empresas listadas na bolsa, isto é, 185 empresas, pertenciam a algum dos NDGC, portanto o segmento tradicional, atualmente chamado de básico já representa a menor parte das empresas listadas, mostrando a preocupação das empresas com a qualidade da governança corporativa. Dentre as 185 empresas aderentes aos NDGC, o segmento do NM agrupava a maioria das empresas, isto é, 140 (B3, 2018a).

Contudo esses requisitos mudaram a partir de 02 de janeiro de 2018, trazendo maior rigor aos 14 requisitos existentes, somente no que tange ao segmento do Novo Mercado, além de inserir 4 novos requisitos como será visto na próxima seção.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

A pesquisa foi classificada como descritiva, uma vez que a mesma teve entre suas pretensões descrever quais foram às mudanças fundamentais nos níveis diferenciados de governança corporativa (NDGC) da B3, que entraram em vigor a partir de 02 de janeiro de 2018. Quanto aos procedimentos técnicos adotou-se a pesquisa bibliográfica e documental. Optou-se pela abordagem qualitativa, já que esta pode “descrever a complexidade de determinado problema, analisar a interação de certas variáveis, compreender e classificar processos dinâmicos vividos por grupos sociais” (RICHARDSON, 2007, p.80). A coleta de dados deste trabalho foi realizada a partir de documentos. Desta forma, aplicou-se o método de documentação indireta, por meio de fontes secundárias, por se tratar de material pronto e produzido pela B3.

Em junho de 2017 as alterações propostas pela B3 e participantes do mercado foram votadas pelas companhias pertencentes aos NDGC, sendo publicadas, bem como seu regulamento no site da B3. A partir disso, foram examinados os requisitos do Novo Mercado, por serem os únicos que tiveram mudanças substanciais, enquanto o N1, N2 e segmento básico não sofreram alterações.

Em relação à dinâmica de listagens e deslistagens das companhias, a mesma foi obtida no site da B3, contendo a relação das empresas que aderiram e foram retiradas, por data, desde 2001, bem como os motivos de suas retiradas (B3, 2018a).

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Os níveis diferenciados de governança corporativa (NDGC) foram criados em 2000 pela B3 com o intuito de apresentar ao mercado as empresas que mais se destacavam em relação

ao respeito ao investidor e o atendimento dos princípios da GC: (1) equidade, (2) transparência, (3) prestação de contas e (4) responsabilidade corporativa (IBGC, 2015). Desde então os NDGC sofreram 3 alterações, sendo em 2006, 2011 e 2018. O novo mercado (NM) é o nível mais elevado dentre os 3 possíveis (N1, N2, novo mercado).

Os requisitos para ingresso e permanência no nível mais elevado de GC proposto pela B3, sendo o Novo Mercado, foram modificados, pela última vez, em 02 de Janeiro de 2018 e acrescentados quatro novos itens conforme o quadro a seguir.

Comparativo dos segmentos de listagem			
Nº	Requisitos	Novo Mercado (até 28/12/2017)	Novo Mercado (a partir de 02/01/2018)
1	Capital social	Somente ações ON	Somente ações ON
2	Percentual mínimo de ações em circulação (free float)	25%	25% ou 15%, caso o ADTV (<i>average daily trading volume</i>) seja superior a R\$ 25 milhões
3	Ofertas Públicas de Distribuição de ações	Esforços de dispersão acionária	Esforços de dispersão acionária, exceto para ofertas ICVM 476
4	Vedação a disposições estatutárias	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e "cláusulas pétreas"	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e "cláusulas pétreas"
5	Composição do conselho de administração	Mínimo de 5 membros, dos quais, pelo menos, 20% devem ser independentes, com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 3 membros (conforme legislação), dos quais, pelo menos, 2 ou 20% (o que for maior) devem ser independentes, com mandato unificado de até 2 anos
6	Vedação à acumulação de cargos	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa. Em caso de vacância que culmine em acumulação de cargos, são obrigatórias determinadas divulgações
7	Obrigação do conselho de administração	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações de emissão da companhia (com conteúdo mínimo)	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações de emissão da companhia (com conteúdo mínimo, incluindo alternativas à aceitação da OPA disponíveis no mercado)

8	Demonstrações financeiras	Traduzidas para o inglês	Conforme legislação
9	Informações em inglês, simultâneas à divulgação em português	Não há regra específica, além das DFs (vide item acima)	Fatos relevantes, informações sobre proventos (aviso aos acionistas ou comunicado ao mercado) e <i>press release</i> de resultados
10	Reunião pública anual	Obrigatória (presencial)	Realização, em até 5 dias úteis após a divulgação de resultados trimestrais ou das demonstrações financeiras, de apresentação pública (presencial, por meio de teleconferência, videoconferência ou outro meio que permita a participação a distância) sobre as informações divulgadas
11	Calendário de eventos corporativos	Obrigatório	Obrigatório
12	Divulgação adicional de informações	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta	Regimentos do Conselho de Administração, de seus comitês de assessoramento e do Conselho Fiscal, quando instalado Código de conduta (com conteúdo mínimo). Políticas de (i) remuneração; (ii) indicação de membros do Conselho de Administração, seus comitês de assessoramento e diretoria estatutária; (iii) gerenciamento de riscos; (iv) transação com partes relacionadas; e (v) negociação de valores mobiliários, com conteúdo mínimo, exceto a de remuneração Divulgação (i) anual de relatório resumido do comitê de auditoria estatutário contemplando os pontos indicados no regulamento; ou (ii) trimestral de ata de reunião do Conselho de Administração, informando o reporte do comitê de auditoria não estatutário
13	Concessão de Tag Along	100% para ações ON	100% para ações ON
14	Saída do segmento/Oferta Pública de Aquisição de Ações (OPA)	Realização de OPA, no mínimo, pelo valor econômico em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento	Realização de OPA por preço justo, com quórum de aceitação ou concordância com a saída do segmento de mais de 1/3 dos titulares das ações em circulação (ou percentual maior previsto no Estatuto Social)
15	Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado	Obrigatória	Obrigatória
16	Comitê de Auditoria	Facultativo	Obrigatória a instalação de comitê de auditoria, estatutário ou não estatutário, que deve atender aos requisitos indicados no regulamento: composição e atribuições

17	Auditoria interna	Facultativa	Obrigatória a existência de área de auditoria interna que deve atender aos requisitos indicados no regulamento
18	Compliance	Facultativo	Obrigatória a implementação de funções de compliance, controles internos e riscos corporativos, sendo vedada a acumulação com atividades operacionais

Quadro 2 – Exigências para adesão ao NM até 31.12.2017 e a partir de 02.01.2018. Em destaque os itens incluídos.

Fonte: Adaptado de *site* B3 (2017).

No que concerne à estrutura do capital social (1), isto é, a estrutura de propriedade das empresas, não houve modificação, pois exigia-se que as empresas mantivessem somente ações ordinárias (ON) emitidas o que permanece assim após à mudança. O esforço relacionado ao tratamento equitativo entre os acionistas permanece, pois toda ação deve ter tanto direito aos fluxos de caixa quanto à participação na companhia (voto).

Quanto ao percentual mínimo de ações em circulação (free float) (2) exigia-se que a companhia mantivesse 25% das ações em circulação. Esse percentual foi mantido, mas agora admite-se um mínimo de 15% para empresas que possuam volume médio de negociações diárias superior a R\$ 25 milhões.

No item relacionado às ofertas públicas de ações (3) anteriormente já exigia-se esforços de dispersão por parte das companhias, o que se manteve, adicionando-se a exceção para ofertas ICVM 476 (CVM, 2009). A instrução dispõe sobre as ofertas públicas com esforços restritos e a negociação de valores mobiliários em mercados regulamentados. As distribuições com esforços restritos são destinadas a investidores profissionais (regulamento específico) e intermediadas por agentes autorizados a distribuição pela CVM. Os mercados regulamentados são os mercados organizados de bolsa e balcão e o mercados de balcão não-organizados. Segundo a B3 (2017), as companhias devem garantir o acesso a todos os investidores interessados ou distribuição às pessoas físicas ou investidores não institucionais de, no mínimo, 10% do total de ações a serem ofertadas. Esse requisito se faz necessário pela característica da propriedade das companhias brasileiras serem predominantemente concentradas, tentando atenuar tal problema.

Com relação às vedações as disposições estatutárias (4) permaneceram inalteradas na medida em que o novo mercado não admite que a companhia possua em seu estatuto cláusulas de barreira ou cláusulas pétreas, que são reconhecidamente ofensivas ao princípio da equidade, pois barram a participação ampla de todos os investidores.

A estrutura do conselho de administração (5) mudou de um mínimo de 5 para 3 conselheiros, pelo menos, 2 ou 20% (o que for maior), mantendo o mandato máximo de 2 anos. Essa mudança reconhece que o tamanho do conselho de administração não é mais importante do que sua efetividade. Ademais, aquelas companhias que optarem por constituir o conselho com número mínimo de membros (3), deverá ter a maioria (2) independente. Quanto à vedação a acumulação de cargos (6) pelo diretor e presidente do conselho, continua da mesma forma.

O item obrigação do conselho de administração (7), em uma de suas responsabilidades tem como preceito se manifestar favorável ou contrariamente sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações de emissão da companhia, com conteúdo mínimo, incluindo alternativas à aceitação da OPA disponíveis no mercado, sendo que a decisão final fica sob a ótica dos acionistas, em sua essência não houve alteração.

Em relação às demonstrações financeiras (8), uma das alterações se deu quanto à apresentação destas, sendo agora apresentadas conforme legislação pertinente e manual de regulamento do novo mercado, além do mais, as empresas que não tiverem conselhos de administração, deverão adaptar em seu estatuto social a previsão de composição destes, com no mínimo 2 (dois) conselheiros independentes, divulgar os regimentos do conselho de administração, de seus comitês de assessoramento e do conselho fiscal, quando houver, ressaltando-se que o prazo de implementação é até o exercício social de 2020.

No que se refere à divulgação de informações em inglês (9), simultânea e em português, no novo padrão, houve a inserção deste item. Sendo assim, fatos relevantes, informações sobre proventos e press release de resultados deverão ser divulgados simultaneamente em inglês e português, incrementando o princípio da transparência.

No quesito reunião pública anual (10), até dezembro de 2017, havia a informação de ser obrigatória (presencial) sem data específica para ser realizada. A partir das alterações, as reuniões poderão ser realizadas presencialmente, por meio de teleconferência, videoconferência ou outro meio que permita a participação à distância, com prazo máximo de até 5 dias úteis após a divulgação de resultados trimestrais ou das demonstrações financeiras. Nesse sentido, percebe-se que há a preocupação em fazer com que todos os interessados possam participar da reunião, abrindo um leque de opções por meio das tecnologias da informação, fortalecendo os princípios da equidade e da transparência.

Quanto ao calendário de eventos corporativos (11), após a reformulação do regulamento do NM, manteve-se a obrigatoriedade das companhias divulgarem, até o dia 10 de dezembro de cada ano, calendário anual referente ao ano civil seguinte. O calendário de eventos corporativos deve conter, no mínimo, as datas da divulgação das demonstrações financeiras anuais completas e das demonstrações financeiras padronizadas (DFP), da divulgação das informações trimestrais (ITR), da realização da assembleia geral ordinária (AGO) e da divulgação do formulário de referência. No caso de necessidade de alteração das datas, a companhia deverá atualizar o calendário anual previamente à realização dos referidos eventos.

No que se refere à divulgação adicional de informações (12) as exigências sofreram alterações significativas. A partir de então, para as empresas fazerem parte da listagem do NM, passarão a ser exigidas as seguintes informações adicionais: regimentos internos dos órgãos diretivos, fiscalizadores e consultivos; código de conduta com conteúdo mínimo; políticas de remuneração; indicação de membros do conselho de administração, seus comitês de assessoramento e diretoria estatutária; gerenciamento de riscos; transação com partes relacionadas; negociação de valores mobiliários, exceto a de remuneração; divulgação anual de relatório resumido do comitê de auditoria; ata trimestral de reunião do conselho de administração. Percebe-se um incremento substancial de itens de divulgação adicional, quando comparado à versão anterior do regulamento do Novo Mercado, incrementando os princípios da transparência e da prestação de contas.

No item de concessão de tag along (13), sendo um mecanismo de proteção e exercício de direitos pelos acionistas minoritários de uma companhia, o percentual de 100% foi mantido inalterado. O tag along garante o direito dos acionistas minoritários deixarem uma sociedade, caso o controle da companhia seja adquirida por um investidor que até então não fazia parte do negócio, recebendo o mesmo valor por ação pago aos acionistas controladores.

Para a saída do segmento/oferta pública de aquisição de ações (OPA) (14) que anteriormente se dava pelo valor econômico em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento, passou a ser condicionada a sua aceitação por com quórum de mais de 1/3 dos titulares das ações em circulação (ou percentual maior previsto no Estatuto Social), em mais um fortalecimento do princípio da equidade.

No quesito adesão à câmara de arbitragem do mercado (15), tratando-se de um foro adequado para a solução de questões relativas ao mercado de capitais e, em especial, as de cunho societário, adesão a esse instrumento é obrigatória e permaneceu inalterada.

Os três últimos requisitos fortalecem o princípio da GC de prestação de contas ao exigir a criação de órgãos de auditoria interna e práticas de compliance, melhorando assim o monitoramento do conselho de administração e da gestão.

A seção VII, do Regulamento do Novo Mercado, preceitua acerca da Fiscalização e Controle, dispondo em seu artigo 22 que a companhia deve instalar comitê de auditoria (16), com autonomia operacional, orçamentária e regimento interno aprovado pelo conselho de administração, com o qual atuará como órgão de assessoramento.

Tal comitê deve ser responsável por: opinar na contratação e destituição dos serviços de auditoria independente; avaliar as informações trimestrais, demonstrações intermediárias e demonstrações financeiras; acompanhar as atividades da auditoria interna e da área de controles internos; avaliar e monitorar as exposições de risco da companhia; avaliar, monitorar, e recomendar à administração a correção ou aprimoramento de suas políticas internas, incluindo a política de transações entre partes relacionadas; e possuir meios para recepção e tratamento de informações acerca do descumprimento de dispositivos legais e

normativos aplicáveis à companhia, além de regulamento e códigos internos, inclusive com previsão de procedimentos específicos para proteção do prestador e da confidencialidade da informação.

O comitê deve possuir um coordenador e ser composto por, no mínimo, três membros, em que ao menos um, dentre eles, seja conselheiro independente da companhia, e/ou, ao menos um, ter reconhecida experiência em assuntos de contabilidade societária. Sendo vedada, nessa composição, a participação de seus diretores, de diretores de suas controladas, de seu acionista controlador, de coligadas ou sociedades sob controle comum.

A auditoria interna (17) está prevista no artigo 23, do dispositivo supracitado, o qual estabelece que sua estrutura, orçamento, atribuições e atividades sejam avaliadas, aprovadas e reportadas, respectivamente, pelo conselho de administração ou pelo comitê de auditoria. Compete à auditoria interna aferir a qualidade e a efetividade dos processos de gerenciamento de riscos, controle e governança da companhia, a qual poderá, alternativamente, contratar auditor independente registrado na CVM, para atuar como responsável por essa função.

O artigo 24 estabelece que a companhia deve implantar a função de compliance (18), controles e riscos corporativos, sendo vedada a acumulação com atividades operacionais. As atividades não operacionais compreendem, entre outras, as desenvolvidas pelas áreas jurídicas, de controladoria, de auditoria interna e de relações com investidores.

Ante ao exposto, infere-se que as mudanças analisadas no NDGC Novo Mercado foram positivas, pois aumentaram a ênfase aos princípios básicos de governança corporativa equidade, transparência e prestação de contas. Todavia, os requisitos para listagem nos segmentos diferenciados de governança corporativa continuam negligenciando o princípio da responsabilidade corporativa, que preceitua que a companhia tenha práticas de mitigação de externalidades negativas de sua atuação como questões de proteção ambiental ou prevenção à corrupção. Esses requisitos ainda precisam evoluir.

Salienta-se que o prazo geral para adaptação aos novos requisitos do NM é 2021 (B3, 2018), portanto não se espera grande mudança na dinâmica da adesão e deslistagens das empresas imediatamente, mas sim nos próximos anos. Para examinar a evolução dos NDGC até o presente momento, obteve-se os dados referentes à quantidade de companhias que aderiu ou deixou de fazer parte dos segmentos nos últimos 18 anos.

ANO	NM	N2	N1	NDGC	%NDGC	TRADICIONAL	TOTAL
2001	0	0	7	7	1,64%	421	428
2002	2	2	1	12	3,01%	387	399
2003	0	0	5	17	4,61%	352	369
2004	4	1	1	23	6,42%	335	358
2005	7	0	0	30	8,75%	313	343
2006	21	2	2	55	15,71%	295	350
2007	33	3	3	94	23,27%	310	404
2008	9	0	1	104	26,53%	288	392
2009	4	0	0	108	28,05%	277	385
2010	11	1	3	123	32,28%	258	381
2011	12	1	1	137	36,73%	236	373
2012	5	2	1	145	40,06%	217	362
2013	9	2	0	156	42,98%	207	363
2014	3	1	0	160	43,72%	206	366
2015	3	0	0	163	45,40%	196	359
2016	3	3	0	169	48,42%	180	349
2017	14	1	1	185	53,78%	159	344
2018	3	0	0	188	55,13%	153	341
TOTAIS	143	19	26				

Quadro 3 – Adesão aos NDGC.

Fonte: Elaboração própria com base nos dados disponíveis em B3 (2018a).

O quadro 3 revela que são 188 companhias listadas nos NDGC, alcançado 55,13% do total das companhias listadas na bolsa, ressaltando a importância conferida a governança corporativa na atualidade. Os anos de 2006/07, 2010/11 e 2017 foram os que apresentaram maior quantidade de adesões, decorrência das aberturas de capital que foram significativas e, em sua maioria, as empresas já ingressam no Novo Mercado.

ANO	NM	N2	N1
2006	0	0	1
2007	1	1	0
2008	5	1	0

2009	0	0	8
2010	9	0	0
2011	1	1	0
2012	3	2	3
2013	2	1	0
2014	4	1	0
2015	3	0	2
2016	5	2	1
2017	1	0	1
2018	2	0	0
TOTAIS	36	9	16

Quadro 4 – Deslistagens dos NDGC.

Fonte: Elaboração própria com base nos dados disponíveis em B3 (2018a).

Como foi possível perceber, em face do quadro 4, não houveram saídas expressivas do Novo Mercado de 2017 para 2018. Isto já era esperado, pois a entrada em vigor de boa parte das mudanças está prevista somente para 2021. Contudo a quantidade de empresas que deixa os NDGC é significativa em relação às empresas que ingressam, o que poderia ser objeto de estudo para futuras pesquisas.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente artigo teve como objetivo principal examinar as mudanças que entraram em vigor nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC) da B3 no ano de 2018, que pretendem aumentar o rigor para cancelar a boa qualidade de governança das companhias listadas. Além disso, verificou-se também a evolução de adesões e deslistagens aos NDGC nos últimos 18 anos.

As principais alterações ocorridas ficaram por conta da inserção de 4 novos itens que referem-se aos novos órgãos de controle exigidos, quais sejam o comitê de auditoria, o controle interno e a função de compliance, potencializando o princípio da prestação de contas da companhia e criando maior monitoramento sobre conselho de administração e diretoria. Além disso, requisitos de transparência e equidade também foram ampliados. Por exemplo, com a instituição da divulgação obrigatória da remuneração e das informações sobre a companhia em inglês simultaneamente à divulgação em português para o princípio da transparência. O princípio da equidade foi potencializado pela instituição da exigência de aprovação de 1/3 dos detentores de ações em circulação para saída de segmentos e

cancelamento de registro da companhia, bem como pela expansão dos meios de participação das reuniões anuais, incluindo meios digitais.

Adicionalmente, as empresas listadas nos NDGC são hoje a maioria das empresas listadas na bolsa, alcançando 55,13% das 341 empresas, isto é, 188 empresas, sendo a maioria (143) pertencente ao Novo Mercado. A saída de empresas dos níveis NDGC de 2017 para 2018 foram apenas 2, sendo o saldo positivo de 1, pois 3 aderiram no mesmo período. Assim, infere-se que as modificações nos padrões de aderência ao Novo Mercado ainda não surtiram efeito na quantidade de companhias pelo fato de boa parte das adaptações terem prazo até 2021.

Salienta-se que as mudanças aumentam a equidade, transparência e o controle das organizações, mas continuam negligenciando o princípio da responsabilidade corporativa, que preceitua que a companhia tenha práticas de mitigação de externalidades negativas de sua atuação como questões de proteção ambiental ou prevenção à corrupção. O relatório de sustentabilidade é um exemplo, que já é exigido na maioria dos mercados desenvolvidos e foi barrado na última alteração promovida dos NDGC (B3, 2018b).

A que se destacar que os prazos para adequação das empresas aos novos padrões de adesão ao segmento do Novo Mercado são bastante longos, o que adia à melhoria do ambiente institucional do mercado de capitais brasileiro, sabidamente assolado por falta de credibilidade e instabilidade.

Como sugestões para futuros estudos, há que se examinar as empresas que perderão o direito de listagem no Novo Mercado por conta na mudança dos padrões, a partir de 2021, e também explorar seus efeitos no valor dessas companhias, isto é, o preço de suas ações no mercado de capitais.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AGUILERA, R. V.; CUERVO-CAZURRA, A. Codes of good governance. **Corporate Governance: An International Review**, v. 17, n. 3, p. 376–387, 2009.

AKERLOF, G. A. The market for lemons: quality uncertainly and the market mechanisms. **Quarterly Journal of Economics**, v. 84, n. 3, p. 488-500, Aug 1970.

ASSUNÇÃO, R. R.; DE LUCA, M. M. M; VASCONCELOS, A. C. Complexidade e governança corporativa: uma análise das empresas listadas na BM&F Bovespa. **Revista de Contabilidade e Finanças da USP**, v. 28, n. 74, p. 213-228, mai./ago. 2015.

B3 – BOLSA DE VALORES E MERCADORIAS DE SÃO PAULO. **Apresentação sobre vigência, prazos e procedimentos do novo mercado**, 2018b. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/novo-mercado/>. Acesso em: 20 abr. 2018.

B3 – BOLSA DE VALORES E MERCADORIAS DE SÃO PAULO. **Histórico de listagens e deslistagens nos segmentos especiais**, 2018a. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/>. Acesso em: 30 abr. 2018.

B3 – BOLSA DE VALORES E MERCADORIAS DE SÃO PAULO. **Regulamento do novo mercado**, 2017. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br>>. Acesso em: 24 jan. 2018.

BALACHANDRAN, B.; FAFF, R. Corporate governance, firm value and risk: past, present, and future. **Pacific-Basin Finance Journal**, v. 35, p. 1-12, 2015.

BERLE, A.; MEANS, G. **The Modern Corporation and Private Property**. New York: Macmillan, 1932.

BHATT, P. R.; BHATT, R. R. Corporate governance and performance in Malaysia. **Corporate Governance**, v. 17, n. 5, p. 896-912, 2017.

BØHREN, Ø.; ØDEGAARD, B. A. Governance and performance revisited. **ECGI finance working paper**, n. 28, 2003.

BRANDÃO, I. F.; CRISÓSTOMO, V. L. Concentração de propriedade e qualidade da governança da empresa brasileira. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 13, n. 3, p. 438- 469, Julho 2015.

BROWN, L. D.; CAYLOR, M. L. Corporate governance and firm valuation. **Journal of Accounting Public Policy**, v. 25, n. 4, p. 409–434, 2006.

CHHAOCHHARIA, V.; GRINSTEIN, Y. Corporate governance and firm value: the impact of the 2002 governance rules. **The Journal of Finance**, v. 62, n. 4, p. 1789–1825, 2007.

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

CREMERS, K.; NAIR, V.B. Governance mechanisms and equity prices. **The Journal of Finance**, v. 60, n. 6, p. 2859–2894, 2005.

CVM - COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução CVM 476**, 2009. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 24 fev. 2018.

CVM - COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Recomendações da CVM sobre governança corporativa**. Rio de Janeiro: CVM, 2002. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 16 maio 2015.

DOMADENIK, P.; PRASNIKAR, J.; SVEJNAR, J. Political connectedness, corporate governance, and firm performance. **Journal of Business Ethics**, v. 139, p. 411-428, 2016.

DURNEV, A.; KIM, E. To steal or not to steal: firm attributes, legal environment, and valuation. **The Journal of Finance**, v. 60, n. 3, p. 1461–1493, 2005.

FAMÁ, R. CIOFFI, P. L. M.; COELHO, P. A. R. Contexto das finanças comportamentais: anomalias e eficiência do mercado de capitais brasileiro. **REGE-Revista de Gestão**, v. 15, n. 2, p. 65-78, abr./jun. 2008.

FERREIRA, T. S. V.; MARTINS, O. S. Estrutura de propriedade e controle e desempenho corporativo nos principais mercados de capitais da América Latina. **Reunir: Revista de Administração, Contabilidade e Sustentabilidade**, v. 6, n. 3, p. 1-19, set-dez 2016.

FONSECA, C. V. C.; SILVEIRA, R. L. F. Governança corporativa e custo de capital de terceiros: evidências empíricas entre empresas de capital aberto. **READ. Revista Eletrônica de Administração**, v. 83, n. 1, p. 106-133, Janeiro/Abril, 2016.

HAB, L. H.; JOHAN, S.; SCHWEIZER. Is corporate governance in China related to performance persistence. **Journal of Business Ethics**, v. 134, p. 575-592, 2016.

IBGC- INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código das melhores práticas de governança corporativa**, 5 ed. 2015. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/>> Acesso em: 31 out. 2017.

JENSEN, M.; MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v.3, n. 4, p. 305-360, 1976.

KLAPPER, L; LOVE, I. Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. **Journal of Corporate Finance**, v. 10, n. 5, p. 703-728, 2004.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Law and finance. **Journal of Political Economy**, v. 106, n. 6, p. 1113-1155, 1998.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Investor protection and corporate governance. **Journal of Financial Economics**, v. 58, n. 1-2, p. 3-28, 2000.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. Corporate ownership around the world. **The Journal of Finance**, v. 54, n. 2, p. 471-518, 1999.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Investor protection and corporate valuation. **The Journal of Finance**, v. 53, n. 3, p. 1147-1170, 2002.

LEAL, R. P. C.; CARVALHAL, A. L.; IERVOLINO, A. P. One decade of evolution of corporate governance practices in Brazil. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 13, n. 1, p. 134- 161, Janeiro 2015.

LEAL, R. P. C.; SILVA, A. L. C.; VALADARES, S. M. Estrutura de controle das companhias brasileiras de capital aberto. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 6, n.1, p. 07-18, Jan./Abr. 2002.

LIMEIRA, V. J.; LEE NESS Junior, W. Governança corporativa: impactos no valor das cia abertas brasileiras. **RAUSP. Revista de Administração da USP**, v. 42, n. 1, p. 64-73, jan./fev./mar. 2007.
MACHADO, M. A. V.; MEDEIROS, O. R. de. Existe o efeito liquidez no mercado acionário brasileiro? **Brazilian Business Review**, v. 9, n. 4, p. 28-51, 2012.

MARTINEZ-BLASCO, M.; GARCIA-BLONDON, J.; CASTILLO-MERINO, D. Are investors concerned by annual corporate governance reports? some evidence from the spanish stock market. **European Management Review**, 2017.

MARTINS, O. S.; PAULO, E. Assimetria de informação na negociação de ações, características econômico-financeiras e governança corporativa no mercado acionário brasileiro. **Revista de Contabilidade e Finanças da USP**, v. 25, n. 64, p. 33-45, jan./fev./mar./abr. 2014.

MYERS, S. C.; MAJLUF, N. S. Corporate financing and investment decision when firms have information that investors do not have. **Journal of Financial Economics**, n. 13, n. 1, p. 187-221, 1983.

RICHARDSON, R. J. **Pesquisa Social: métodos e técnicas**. São Paulo: Atlas, 2007.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R.. A survey of corporate governance. **The Journal of Finance**, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.

SILVA, E. S.; SANTOS, J. F.; ALMEIDA, M. A. Os efeitos dos mecanismos de governança corporativa sobre os ratings de crédito das debentures. **Revista de Negócios**, v. 17, n. 3, p. 80-93, Julho/Setembro de 2012.

SILVA, R. F. M.; CARMONA, C. U. M.; LAGIOIA, U. C. T. A relação entre o risco e as práticas de governança corporativa diferenciada no Mercado brasileiro de ações: uma abordagem sob a égide da teoria dos portfólios de Markowitz. **RBGN-Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, v. 13, n. 39, p. 175-192, abr./jun. 2011.

SILVEIRA, A. M.; BARROS, L. A. B. C. Determinantes da qualidade da governança corporativa das cias abertas brasileiras. **REAd-Revista Eletrônica de Administração**, v. 14, n. 3, p. 512-540, setembro-dezembro 2008.

SILVEIRA, A. M.; BARROS, L. A. B. C.; FAMÁ, R. Estrutura de governança e desempenho financeiro nas companhias abertas brasileiras: um estudo empírico. **Cadernos de Pesquisas em Administração**. v.10, n.1, p. 57-71. janeiro/março 2003.

SILVEIRA, A. M.; BARROS, L. A. B. C.; FAMÁ, R. Estrutura de governança e valor das companhias abertas brasileiras. **RAE-Revista de Administração de Empresas**, v. 43, n. 3, p. 50-64, 2003a.

WILLIAMSON, O. The economics of discretionary behavior: managerial objectives in a theory of the firm. **Prentice Hall, Englewood Cliffs, N.J.**, 1964.

Data recebimento do artigo: 21/02/2019

Data do aceite de publicação: 15/04/2019