



**INFLUÊNCIA DOS MECANISMOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA NO
CUSTO DE CAPITAL PRÓPRIO NAS EMPRESAS LISTADAS NA BM&FBONESPA**

**INFLUENCE OF CORPORATE GOVERNANCE MECHANISMS AT THE COST OF
CAPITAL OWNED IN THE COMPANIES LISTED ON THE BM&FBONESPA**

Micheli Aparecida Lunardi

Universidade Regional de Blumenau, Santa Catarina, Brasil
micheli.lunardi@yahoo.com.br

Adriana Kroenke

Universidade Regional de Blumenau, Santa Catarina, Brasil

Danielle Paná Vergini

Universidade Regional de Blumenau, Santa Catarina, Brasil

Nelson Hein

Universidade Regional de Blumenau, Santa Catarina, Brasil

Resumo

Este estudo objetivou investigar a influência dos mecanismos de governança corporativa no custo de capital próprio, avaliados pelo modelo Precificação de Ativos Financeiros (CAPM) das empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa. Para tanto, realizou-se uma pesquisa descritiva, documental e quantitativa com uma amostra de 43 empresas, totalizando 129 observações. O período de análise compreendeu os anos de 2012 a 2014. Para a análise dos dados utilizou-se a correlação de *Pearson* e a regressão linear múltipla. Como teste de robustez utilizou-se Dados em Painel. Obteve-se como resultados, a variáveis determinantes do grupo de mecanismos de governança corporativa significantes, Comitê de auditoria, sugerindo que a empresa que não possui comitê de auditoria implica no baixo Custo de capital próprio, e a variável, Tamanho do conselho de administração, indicando que há uma relação direta com o Custo de capital próprio, em que, quanto maior for o número de membros no

conselho de administração da empresa, maior será seu custo de capital próprio do grupo de empresas e períodos analisados nesta pesquisa.

Palavras chave: CAPM, Governança Corporativa, Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada – Novo Mercado.

Abstract

This study aimed to investigate an influence of corporate governance mechanisms on the cost of capital, by the Pricing Model of Financial Assets (CAPM) of Brazilian companies listed on BM & FBovespa. To do so, conduct a descriptive, documentary and quantitative research with a sample of 43 companies, totaling 129 observations. The analysis period comprised the years 2012 to 2014. For a data analysis, a Pearson correlation and a linear multiple regression were used. As robustness test, Panel Data is used. We obtained as results, the determinants variables of the group of significant corporate governance mechanisms, Audit Committee, suggesting that the company does not have audit committee implies no low equity, and variable cost, size of board of directors, indicating that there is a direct relation with the Cost of capital, in which, the greater the number of members without the company's board of directors, the higher its cost of equity of the group of companies and analyzed periods of the survey.

Key words: CAPM, Corporate Governance, Stock Index with Differentiated Corporate Governance - New Market.

1. Introdução

O *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) de Sharpe (1964) e Lintner (1965) seguindo as sugestões de otimização da média de variância de Markowitz (1952), forneceu uma teoria simples e convincente de preços de mercado de ativos por mais de 20 anos (Fama & French, 2004; Bollerslev, Engle & Wooldridge, 1988). O CAPM é uma teoria respeitável da estrutura do equilíbrio dos retornos que são esperados pelos títulos nos mercados de capitais (Reinganum, 1981; Breeden, 1979). Após a teoria, vários modelos surgiram com tentativa de quantificar a relação entre risco e retorno, possibilitando assim a valoração dos ativos econômicos, com especial atenção ao CAPM, com três fatores. Ainda, a base da teoria das carteiras moderna, delineada em um modelo que permite identificar a melhor opção de investimento em situações de risco, ponderando suas preferências individuais (Galeno, 2010).

Para Parigi (2010), presume-se que a governança corporativa estrita impede a criação de valor gerencial, e os gerentes de diluir o valor que eles criam. A desvantagem resultante é o cerne do problema de governança, é incorporado em um padrão CAPM. Os investidores reagem de forma diferenciada a alguns sinalizadores de boas práticas de governança corporativa, percebendo retornos anormais significativos para empresas pontuais na divulgação. Dessa forma o CAPM e a contabilidade são componentes essenciais para a formação do valor de uma empresa e operam juntos na formula de avaliação de ativos (Amorim et al., 2012).

A Governança Corporativa é um sistema por meio do qual as organizações são conduzidas, monitoradas e incentivadas, que envolve práticas e relacionamentos entre os proprietários, conselho de administração, diretoria e setores de controle (IBGC, 2014). Ainda, a Governança Corporativa pode ser vista em como as autoridades e a responsabilidade da gestão são distribuídas e como o objetivo da organização se alinha aos interesses dos investidores de recursos e gestores (Barros, Soares & Lima, 2013).

A governança corporativa surgiu para criar mecanismos para controlar e monitorar as atividades das organizações, não exclusivamente pelos gestores internos, mas também pelos acionistas, fazendo que se identifique e solucione prováveis conflitos de agência (Malacrida & Yamamoto, 2006). Desta maneira, os mecanismos de governança corporativa são instrumentos que buscam o alinhamento das atitudes e escolhas de administradores aos interesses dos acionistas (Correia, Amaral & Louvet, 2018).

A adoção de melhores práticas de governança corporativa contribui tanto para a otimização do desempenho empresarial quanto para o de mercado de capitais (Vieira, Velasquez, Losekann, & Ceretta, 2011). Neste sentido, a governança de alta qualidade permite o aumento do desempenho da organização, pela criação e manutenção de uma cultura corporativa que motiva a administração a tomar decisões que maximizem a riqueza dos acionistas. Ainda, as práticas de Governança Corporativa são importantes para o desenvolvimento sustentável e crescimento da economia (Sheikh & Wang, 2012).

Estudos destacam que as boas práticas de Governança Corporativa e seus mecanismos influenciam a *performance* das organizações (Gama & Galvão, 2012; Sheikh & Wang, 2012; Grove, Patelli, Victoravich, & Xu, 2011), bem como a criação de valor (Parigi; 2010; La Rocca, 2007; Monks, 2002). Desta maneira, a Governança Corporativa e seus mecanismos (Setia-Atmaja, 2009) poderão facilitar o acesso ao capital (Talamo, 2011), atraindo investidores em potencial (Ferreira, Santos, Lopes, Nazareth & Fonseca 2013; Berthelot, Morris & Morrill, 2010).

Nesse contexto, surge a seguinte questão problema: qual a influência dos mecanismos de governança corporativa no custo de capital próprio, avaliados pelo modelo Precificação de Ativos Financeiros (CAPM) de empresas listadas no índice de ações com governança corporativa do novo mercado (IGC-NM)? Com o intuito de responder a questão apresentada, o objetivo deste estudo é verificar quais mecanismos de governança corporativa influenciam no custo de capital próprio de empresas listadas no índice de ações com governança corporativa do novo mercado.

O estudo se justifica pela relevância do tema Governança Corporativa que garante a utilização ótima dos recursos tanto internos quanto externos da entidade. A relevância do estudo constata-se a partir dos argumentos visto que a Governança Corporativa refere-se como as empresas precisam ser dirigidas e controladas, acarretando em confiança para os investidores quando práticas de governança são adotadas nas entidades (Abor, 2007). Além disso, devido a sua amplitude, a governança corporativa pode ser aplicada nas mais diversas áreas (Vieira et al. 2011).

A escolha do Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada – Novo Mercado (IGC-NM) devido aos níveis de governança da Bolsa de Valores de São Paulo, são consideradas uma alternativa de segmentos de listagem especial, desenvolvidos com a finalidade de proporcionar um ambiente de negociação que estimule os interesses dos investidores e, acima de tudo, valorização das empresas (BM&Fbovespa, 2015).

O Novo Mercado é um segmento de listagem proposto à negociação de ações emitidas por empresas que se comprometam, voluntariamente, com a adoção de práticas de Governança Corporativa adicionais, em relação ao que é exigido pela legislação. A principal inovação do Novo Mercado, em relação à legislação, é a exigência de que o capital social da organização seja composto apenas por ações ordinárias (Pitzer, 2011).

As empresas listadas nesses segmentos oferecem aos seus acionistas investidores melhorias nas práticas de governança corporativa que ampliam os direitos societários dos acionistas minoritários e preferencialistas e aumentam a transparência das companhias, com divulgação de maior volume de informações e de melhor qualidade (Salmasi & Martelanc, 2009). Rogers & Ribeiro (2006) afirmam que a proposta da Bovespa é possibilitar que as empresas comprometidas com maior transparência e melhores práticas de governança corporativa tenham uma maior valorização de suas ações.

O risco e a incerteza do mercado de capitais são elevados, seus efeitos sobre o comportamento dos investidores têm merecido estudos amplos. A redução do risco e da

incerteza através de melhores práticas de governança pode ser percebida pelos investidores como algo que justifique uma precificação de mercado diferenciada (Pitzer, 2011).

De um modo geral, a literatura de finanças discute aspectos do desempenho de uma empresa considerando suas práticas de governança corporativa. A adoção de boas práticas de governança pode implicar, em último caso, uma maior valorização das ações da companhia, porque pode aumentar a liquidez das ações, diminuir o risco, reduzir o custo de capital ou aumentar o retorno do investimento. No Brasil, os principais esforços são conduzidos de forma a minimizar os conflitos e custos de agência entre acionistas minoritários e acionistas majoritários, visto que, dada a concentração de propriedade historicamente constituída, esse é o principal problema de agência existente no País (Rogers, Securato & Ribeiro, 2008).

No entanto, no contexto nacional, não foram localizados estudos que tenham realizado essa pesquisa, assim, identifica-se uma lacuna de pesquisas, no contexto brasileiro, visto que a estrutura de governança corporativa, de composição dos conselhos, atividades e comportamentos organizacionais e socioculturais é diferente em outros países.

2. Revisão da literatura

Nesta seção serão apresentados inicialmente os aspectos referentes ao (*Capital Asset Pricing Model*). Posteriormente, será apresentado sobre a governança corporativa, e por fim, discorre-se a formulação das hipóteses de pesquisa, estas que sustentam o desenvolvimento e resultados do estudo.

2.1 *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*

O CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) é um modelo econômico desenvolvido por William Sharpe (1964), com base nos estudos de Harry Markowitz (1952), que analisa simultaneamente as variáveis de risco e retorno de um investimento. O modelo fornece uma estrutura teórica para a precificação de ativos com retornos incertos, o prêmio para induzir os investidores avessos ao risco a suportar riscos é proporcional ao risco não-diversificado, medido pela covariância do retorno do ativo com o retorno da carteira de mercado (Bollerslev, et al., 1988).

O CAPM consiste em um modelo de precificação de ativos que evidencia a relação entre risco e rentabilidade esperada. No modelo, a rentabilidade esperada de um investimento varia na proporção direta do β (beta), o indicador de risco de mercado (Breden, 1979). Assim, se o custo de oportunidade envolve a análise da remuneração oferecida por diferentes

alternativas de aplicação, é apropriado considerar os graus de risco de cada empreendimento. A simples comparação de retornos caracteriza uma avaliação imperfeita (Goulart, 2002).

Um dos pressupostos teóricos para este conceito é a Hipótese de Mercado Eficiente, desenvolvida e apresentada pelo professor da Universidade de Chicago, Eugene Fama, em seu trabalho de 1970, publicado no *Journal of Finance*. Essa hipótese conceituou que os preços refletem, de forma justa, não enviesada e rápida, ou em um tempo muitíssimo pequeno, o conteúdo da informação disponível, de maneira tal que todo o mercado já estará prontamente precificado, com o conteúdo informacional relevante totalmente absorvido nos preços (Amorim, Lima & Murcia, 2012).

Dessa forma, o CAPM aliado a EMH oferece a contabilidade ferramentas para se testar, empiricamente, o impacto das informações contábeis nos preços dos títulos. Outro ponto é que as informações advindas da contabilidade podem contribuir para o cálculo do CAPM, sempre que influenciarem a perspectiva de risco da empresa. Nesse contexto, tais teorias servem de fundamento teórico para o presente estudo (Amorim et al., 2012). Em síntese o CAPM mede o equilíbrio de mercado que permite a mensuração da fração relevante do risco de um determinado ativo (Copeland, Weston, & Shastri, 2005).

Nesse sentido, Coutinho, Oliveira & Motta (2003) fizeram uma análise comparativa entre as rentabilidades do IGC e de dois outros índices de mercado – Ibovespa e IBrX-100. Para que pudesse ser feita a comparação entre as rentabilidades do IGC e dos outros índices, aplicado o *Capital Assets Price Model (CAPM)*. Os autores encontraram alfas de Jensen positivos, indicando um retorno ajustado ao risco do IGC superior ao Ibovespa e ao IBrX-100 no período do estudo, embora não tenham apresentado significância estatística. Conclui-se que, de forma inicial, a carteira composta por ações de empresas com níveis de governança diferenciados demonstra uma rentabilidade superior, podendo ser indício de que é vantajoso para o investidor dar preferência a empresas que se preocupam e comprometem com boas práticas de governança corporativa.

Em finanças, o risco refere-se à probabilidade de se obter um retorno diferente do esperado, seja superior ou inferior. Por isso a comparação de retornos, isoladamente, não é suficiente para avaliar uma estratégia de investimento, afinal um retorno maior pode ser proveniente de uma exposição maior ao risco. Somente após o ajuste do retorno ao risco é que se devem comparar diferentes carteiras de investimento. O modelo de risco e retorno mais usado é o CAPM que mede a exposição ao risco de mercado por um beta do mercado, identificado como o coeficiente angular de uma regressão linear dos retornos do ativo em relação aos retornos da carteira diversificada de mercado (Artuso & Neto, 2010).

2.2 Governança Corporativa

Pesquisas têm sido realizadas nos últimos anos sobre governança corporativa (Lameira, Ness Jr. e Soares, 2007). Para os autores, o tema é amplo e seu estudo vem atraindo acadêmicos, profissionais, legisladores, acionistas e *stakeholders*. Além disso, os estudos sobre governança corporativa iniciaram-se pela separação entre propriedade e controle, seguindo para a visão contratual e a ótica dos conflitos de agência, atualmente tratando sobre distribuição de poder, responsabilidades e desempenho (Apreda, 2001; Lameira et al., 2007).

A governança corporativa está, intrinsecamente, ligada diretamente aos mecanismos e princípios que conduzem o processo de decisão dentro de uma organização (Terra & Lima, 2006). O conselho de administração é a essência do sistema de boa governança corporativa, este deve zelar pela integridade, transparência e prestação de contas da empresa e de sua gestão, contendo a supervisão e orientação da diretoria (Terra & Lima, 2006).

A Shleifer & Vishny (1997) a governança corporativa é um conjunto de mecanismos pelos quais os investidores garantem a obtenção para si do retorno sobre a realização de seu investimento. Além disso, esses conjuntos de mecanismos da governança corporativa são utilizados para que os investidores externos possam se proteger da expropriação dos investidores internos (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, & Vishny, 2000).

A governança corporativa está ligada a regras, práticas e organizações que decidem como os administradores irão agir no melhor interesse das partes envolvidas na empresa, especificamente os acionistas (Leal & Saito, 2003). Para Cunha, Hillesheim, Faveri, & Rodrigues Jr, (2014) a governança pode ser avaliada como uma maneira de reduzir a distância existente entre os proprietários e os administradores e a sociedade em geral.

O conceito de governança corporativa sob a ótica econômico-financeira foi proposto por Shleifer & Vishny (1997) ao comentarem sobre as relações de agência. Os investidores sentem-se protegidos com relação ao retorno de suas aplicações quando a prática da governança corporativa é adotada nas empresas. Tanto os credores, como os acionistas, possuem maior disposição em aplicar seus recursos nas organizações preocupadas em proteger seus direitos contra a expropriação dos controladores (Vieira et al., 2011).

Para a criação de um ambiente de negócios saudável através de boas práticas de governança corporativa foi introduzido pela Bovespa em 2000, com o acesso do Novo Mercado e dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (Nível 1 e Nível 2). Os níveis se diferenciam pelas práticas de governança corporativa realizada pelas empresas, o

grau de superioridade das práticas de governança corporativa adotadas aumentam à medida que passam para o Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado (Rogers et al., 2008).

A variação no nível dos mecanismos de governança desempenha um papel importante para explicar as variações nos custos das empresas de capital (Pham, Suchard, & Zein, 2011). Para os autores, a presença de *blockholders* institucionais, e as ligações de conselheiros menores e mais independentes servem para reduzir o risco percebido e o nível de assimetria de informações de uma empresa, assim levando os investidores a exigir taxas mais baixas de retorno sobre o capital fornecido. Isso destaca o importante papel que a governança corporativa desempenha na criação de valor para os acionistas (Pham et al., 2011).

Lameira et al., (2007) verificaram se as melhores regras de governança corporativa têm promovido impacto na percepção do risco da empresa observado pelo mercado. Para Srour (2005), as boas práticas de governança da empresa determinam não apenas os incentivos dos controladores em diluir os minoritários, mas também que ações os controladores tentarão implementar para restringir tais incentivos.

2.3 Fundamentação das hipóteses

Nesta seção apresentam-se as hipóteses de pesquisa, esta sustentada nos estudos apresentados na fundamentação teoria. Desta maneira, observado o problema de pesquisa, formulou-se com base nos estudos já realizado a hipótese a ser testadas a partir das variáveis de governança corporativa e o *Capital Asset Pricing Model*.

As empresas buscam, constantemente, melhorar a sua eficiência e competitividade. No entanto, para facilitar o acesso ao mercado de capitais, as empresas devem fornecer aos acionistas e outros financiadores potenciais a garantia de que os seus interesses serão preservados (Correia, Amaral & Louvet, 2011). Sendo assim, a eficiência da governança aumenta a proteção dos interesses dos investidores contra o risco de espoliação pelos dirigentes oportunistas (Correia et al. 2011).

Lameira et al. (2007) sugerem que a melhoria de práticas de governança corporativa promove impacto no valor das companhias abertas listadas em bolsa. Srour (2005) analisou empresas brasileiras de capital aberto para verificar a eficácia dos mecanismos alternativos de governança corporativa. Demonstram que as empresas podem se comprometer com a proteção aos acionistas minoritários através do lançamento de ADR Nível II ou com a presença no Novo Mercado.

Leal & Saito (2003) analisaram as contribuições acadêmicas sobre finanças corporativas no Brasil referente à decisão sobre a estrutura de capital, ao controle e a

propriedade das empresas, ao processo de emissão de títulos e à governança corporativa. Reinganum (1981) destaca que anomalias empíricas demonstram que o modelo simples de CAPM é mal especificado ou que os mercados de capital são ineficientes.

Estudos realizados no Brasil relacionaram o valor de mercado e o desempenho com as características do conselho de administração, como o tamanho, a independência e a distinção dos diretores executivos, diversos estudos já foram realizados tanto no Brasil quanto internacionalmente Andrade, Salazar, Calegário & Silva (2009); Marinelli (2005), Silva (2005), Silveira (2004) e Silva (2004). Internacionalmente estudos analisaram a relação entre governança, desempenho e valor da companhia os trabalhos de Chen, Chen & Wei (2004), Bai, Liu, Lu, Song & Zhang (2002) e Maher & Andersson (2000).

Além disso, estudos sobre a governança corporativa buscam comprovar que as empresas que adotam as práticas que restringem a expropriação do acionista e do credor tem um melhor desempenho e tem um maior valor de mercado (Salmasi & Martelanc, 2009). Para Hutchinson, Seamer & Chapple, (2015) existe uma associação positiva entre o risco específico de uma empresa, a gestão de riscos, as política de desempenho das empresas. Assim, na medida em que transparência e equidade se unem, todos os segmentos do mercado possuem as informações necessárias para tomarem suas decisões, tanto de compra como de venda. Sendo assim, não há privilégios que possam gerar desequilíbrios. A abertura das informações institucionais e os meios de prestação de contas ganham cada vez mais importância no meio globalizado em que as grandes corporações se inserem (Souza, Lima, Barbosa, Leite & Albuquerque, 2015)

Os benefícios das boas práticas de governança corporativa é que, as empresas têm seu custo de capital reduzido e, conseqüentemente, e o seu retorno sobre o investimento incrementado (Rogers et al., 2008). Ainda, os autores, verificaram se empresas que aprimoram e identificaram que o custo de capital e o retorno do investimento são menores para empresas com práticas de governança corporativa superiores.

Na adoção de padrões de governança corporativa superior aumenta o retorno e o volume negociado e a liquidez, reduz-se a volatilidade dos retornos e a exposição dos retornos das ações a riscos externos, o que leva o custo de capital ser menor e o valor da empresa aumentar (Rogers, Ribeiro & Sousa, 2005). Os autores ainda, analisaram o mercado de capitais nacional através da revisão da literatura existente, e como objetivo da pesquisa desenvolvem um Estudo de Carteiras para avaliar a performance do Índice de Governança Corporativa. Para Souza et al. (2015) a governança corporativa tem equilibrado a volatilidade

das ações das empresas de energia, uma vez que as mantém menos voláteis que o mercado, mesmo em períodos de crise.

Gompers, Ishii & Metrick, (2003) propuseram um modelo teórico que agrupa a governança corporativa no CAPM, onde a governança corporativa afeta o esforço gerencial e a possibilidade de desviar os recursos da empresa. Ainda, demonstra que a governança corporativa afeta o retorno das ações das empresas e também como a qualidade da governança corporativa é escolhida endogenamente. O modelo prevê que em equilíbrio a qualidade da governança corporativa correlaciona-se positivamente com a volatilidade β e idiossincrática e negativamente com os retornos sobre os ativos.

Salmasi & Martelanc, (2009) analisaram a relação entre as boas práticas de governança corporativa e o custo de capital próprio em empresas brasileiras de capital aberto, investigando se as empresas que adotam tais boas práticas possuem um menor custo de capital próprio associado quando comparadas às empresas que não as adotam. Para o cálculo do custo de capital próprio foram utilizados o CAPM e o Modelo de Três Fatores com o intuito de verificar se a relação com as práticas de governança independe do método adotado. Desta maneira, elaborou-se a hipótese H_1 deste estudo.

H_1 : Os mecanismos de Governança Corporativa influenciam positivamente no Custo de Capital Próprio nas empresas listadas na BM&FBovespa.

A evidência da pesquisa sugere que muitos investidores formam crenças sobre futuros retornos de mercado de ações extrapolando retornos passados, tais crenças são difíceis de conciliar com os modelos existentes do mercado de ações agregado (Barberis, 2014). A teoria da carteira moderna sugere que os investidores minimizam o risco para um determinado nível de retorno esperado, escolhendo cuidadosamente as proporções de vários ativos e a associação positiva entre o risco específico da empresa, a política de gestão de risco e o desempenho das empresas com participações institucionais crescentes (Hutchinson et al., 2015).

3. Metodologia da pesquisa

Para identificar quais mecanismos de governança corporativa influenciam no valor da firma, avaliados pelo modelo Precificação de Ativos Financeiros (CAPM) de empresas listadas no índice de ações com governança corporativa do novo mercado, esta pesquisa é delineada quanto aos objetivos como descritiva por observar variáveis sem manipulá-las. A abordagem do problema caracteriza-se como pesquisa quantitativa, pois identificar a

influência das variáveis com a aplicação da regressão linear múltipla e a coleta de dados, por meio de análise documental.

Dessa forma, os dados utilizados para análise foram retirados das demonstrações financeiras relativas ao ano de 2012 a 2014, extraídos do banco de dados da Economática®, e dos formulários de referência das empresas, disponível no sítio da BM&FBovespa. A população do estudo é composta pelas organizações pertencentes ao Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada – Novo Mercado (IGC-NM). A amostra compreendeu companhias com tipos de ações de classe ON, totalizando 43 empresas que apresentaram todas variáveis necessárias para análise, compreendendo um total de 129 observações.

A amostra para fins do estudo é caracterizada como não probabilística e intencional. Após a exclusão das empresas do setor financeiro, por possuírem características particulares específicas e que fogem da proposta da pesquisa e também empresas que não ofereceram todos os dados suficientes para o estudo.

A análise de dados abrange as cotações das ações utilizadas as de fechamento de cada mês coletadas na base de dados Economática® e do formulário de Referência, logo após, foram tabulados em planilhas eletrônicas para cálculo das variáveis estudadas. Dessa forma, as variáveis dependentes e independentes utilizadas nesta pesquisa estão apresentadas na Tabela 1.

Tabela 1 - Variáveis utilizadas no estudo

Dados	Variável	Proxy
CAPM Dependente	β	Risco Beta da ação coletado da Economática
	R_e	Retorno esperado da ação: $\frac{PA_t - PA_{t-1}}{PA_{t-1}}$
	R_F	Taxa livre de risco (Percentual Poupança BACEN)
	R_{eM}	Retorno médio esperado da carteira de mercado IGC-NM
	$(R_{eM} - R_F)$	Diferença entre o retorno médio esperado da carteira de mercado e taxa livre de risco.

Fonte: Dados da pesquisa

O modelo CAPM é representado conforme a seguir:

$$CAPM = R_F + \beta (R_{eM} - R_F)$$

Onde:

R_e = Custo de capital Próprio;

R_F = Taxa livre de risco;

β = Beta da ação;

$(R_{eM} - R_F)$ = Diferença entre o retorno médio esperado da carteira de mercado e taxa livre de risco.

O custo de capital próprio representa a remuneração que o investidor requer pela alocação de recursos em ativos (ações) de determinada empresa, representado por uma taxa de remuneração necessariamente superior a um investimento considerado livre de risco (R_f), ajustado ao risco da empresa, mensurado pelo coeficiente beta (β). A sua estimação é ajustada ao risco por meio do CAPM, como originalmente proposto por Sharpe (1964).

A taxa livre de risco, necessária para a estimação do custo de capital próprio pelo CAPM, conforme Silveira, Barros & Fama (2002), no Brasil há duas taxas que atendem a definição teórica dessa taxa, que são o Certificado de Depósito Interbancário (CDI) e o retorno da Caderneta de Poupança. Nesta pesquisa, foi utilizado retorno da Caderneta de Poupança. Quanto ao portfólio de referência para o cálculo do retorno do mercado, foi utilizado o Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada - Novo Mercado (IGC-NM).

Tabela 2 - Variáveis utilizadas no estudo

Dados	Variável	Proxy	Autores	
Independentes Explicativas	Auditoria <i>Big Four</i> (AUDIT)	1 e 0 se a empresa é auditada ou não por uma <i>big for</i>	Almeida & Almeida, (2009); Ramos & Martinez (2008)	
	Comitê de Auditoria (COMIT)	<i>Dummy</i> , 1 se existe Comitê de Auditoria e 0 não.	Ramos e Martinez, (2008), Cunha et al. (2014)	
	Tamanho do Conselho de Administração (TAMCA)	Número total de membros do conselho de administração	Silveira, Barros e Famá (2003)	
	Independência do Conselho de Administração (INDCA)	Número total de membros independentes	Número total de membros do conselho de administração	Silveira et al. (2003)
	Dualidade do Diretor (DUAL)	Variável <i>dummy</i> , 1 se o CEO é o presidente do conselho de administração e 0 não.	Silveira et al. (2003); Madalozzo (2011).	
Número de Reuniões do Conselho de Administração (RCAD)	Número de reuniões do conselho	Martins & Rodrigues, (2005)		
Variável de controle	Tamanho (TAM)	Ln do Ativo Total	Martins & Rodrigues (2005)	

Fonte: Dados da pesquisa

Com o uso das variáveis expostas na Tabela 1 foi elaborado o modelo de regressão linear múltipla para a análise. Deste modo, segue abaixo a equação que será utilizada na análise.

$$\text{CAPM} = \beta_0 + \beta_1\text{AUDIT} + \beta_2\text{COMIT} + \beta_3\text{TAMCA} + \beta_4\text{INDCA} + \beta_5\text{DUAL} + \beta_6\text{RCAD} \\ + \beta_7\text{TAM} + \varepsilon$$

Onde:

CAPM: Custo de capital próprio;

AUDIT: Auditoria *Big four*;

COMIT: Comitê de auditoria;

TAMCA: Tamanho do conselho de administração;

INDCA: independência do conselho de administração;

DUAL: Dualidade do Diretor;

RCAD: Reuniões do conselho de administração;

TAM: Tamanho da empresa;

ε : Erro.

De acordo com as equações que serão utilizadas para execução do objetivo da pesquisa, optou-se pela utilização do método de Regressão Linear Múltipla, o qual consiste em verificar a existência de dependência estatística de uma variável dependente em relação a uma ou mais variáveis independentes. Para tal, a análise foi realizada por meio do *software* estatístico SPSS.

4. Análise dos resultados

Nesta seção, são apresentados e analisados os resultados das correlações. Em seguida será apresentado o teste de robustez, para verificar a relação existente entre o CAPM e as variáveis independente de governança corporativa, realizado através de dados em Painel.

4.1 Análise dos dados e interpretação dos resultados

Para o alcance do objetivo em verificar quais mecanismos de governança corporativa influenciam no custo de capital próprio de empresas listadas no índice de ações com governança corporativa do novo mercado, primeiramente é apresentada a correlação de *Pearson* das variáveis, conforme Tabela 3.

Tabela 3 - Correlação de Pearson

	CAPM	AUDIT	COMIT	TAMCA	INDCA	DUAL	RCAD	TAM
CAPM	1							
AUDIT	-0,130	1						
COMIT	-0,155	-0,048	1					
TAMCA	0,237	-0,128	0,203	1				
INDCA	-0,012	0,035	0,133	-0,042	1			
DUAL	0,055	0,067	0,056	0,197	0,158	1		
RCAD	-0,160	0,067	-0,076	-0,319	0,099	-0,167	1	
TAM	-0,082	-0,039	0,399	0,285	-0,051	-0,036	-0,137	1

Fonte: Dados da pesquisa

Observa-se que a correlação não sugere especificamente, uma relação de causa e efeito entre as variáveis, e sim de associação. Com isso, todas as variáveis podem ser utilizadas para explicar os fatores que influenciam o custo de capital próprio das companhias pesquisadas, pois se verificou que mesmo a maior correlação entre a variável, Tamanho e Comitê de auditoria deu (0,399), ou seja, 39,9%, o que não aponta problemas de multicolinearidade que possam afetar os resultados do modelo de regressão linear múltipla.

Assim, observa-se na Tabela 3 que os resultados do teste de correlação (*Pearson*) permitem predizer que existe relação negativa entre a variável, Custo de capital próprio e as variáveis Auditoria *Big four*; Comitê de auditoria, Independência do conselho de administração, Reuniões do conselho de administração, Tamanho da empresa. E com as variáveis, Tamanho do conselho de administração e Dualidade do Diretor o Custo de capital próprio possui uma relação positiva indicando que quanto maior for o conselho de administração das empresas e possuir Dualidade de diretor, maior será o custo de capital próprio das companhias pesquisadas.

Após análise da correlação de *Pearson* é apresentada a regressão linear múltipla para alcançar o objetivo da pesquisa de verificar os mecanismos de governança corporativa determinantes do custo de capital próprio de empresas listadas no IGC -NM. A Tabela 4 apresenta resultados da regressão linear da variável dependente CAPM com o grupo de variáveis de governança corporativa.

Antes de apresentar o resultado de cada regressão linear múltipla, efetuou-se testes de autocorrelação e multicolineariedade dos dados. Aplicaram-se os testes de *Durbin-Watson* para autocorrelação dos resíduos, cujos resultados indicam que não há problemas de autocorrelação de primeira ordem entre os resíduos, pois os valores ficaram próximos de 2.

Utilizou-se o teste o SPSS calcula a multicolinearidade por meio de dois testes VIF (*Variance Inflation Factor*), o qual em todos os modelos apresentaram resultados que indicou não haver problemas de multicolinearidade, pois todos os valores foram abaixo de 2. Segundo Hair et al. (2009) o teste VIF possui parâmetros 1 até 10 com multicolinearidade aceitável.

Tabela 4 - Modelo regressão linear múltipla

Variáveis	Estrutura de Capital		
	Coefic.	Sig.	VIF
(Constante)	0,035	0,424	
AUDIT	-0,104	0,231	1,029
COMIT	-0,185	0,049*	1,240
TAMCA	0,258	0,008*	1,261
INDCA	0,032	0,713	1,074
DUAL	-0,004	0,965	1,112
RCAD	-0,102	0,265	1,148
TAM	-0,098	0,311	1,283
DW		2,097	
R ²		0,127	
Sig. do Modelo		0,019*	

* Significante ao nível de 5%.

Fonte: Dados da pesquisa.

A Tabela 4 apresenta resultados em relação às variáveis analisadas, o modelo foi significativo, porém com R quadrado próximo de 0,127 com isso, por meio desse modelo, o resultado não pode ser afirmado, devido ao baixo percentual de explicação do modelo utilizado, resultado indica apenas 13% de poder explicativo dos resultados obtidos.

Avaliando as variáveis pesquisadas, apresentou-se positiva e estatisticamente significativa em nível de 5%, com a variável dependente, Custo de capital próprio. Referente às variáveis explicativas que obtiveram significância, a variável, Comitê de auditoria (COMIT), sugere que a empresa que não possui comitê de auditoria implica no baixo Custo de capital próprio. Essa variável apresentou o valor de -0,185, indicando que no grupo de variáveis analisada, influencia em 18% de forma inversa com o custo de capital próprio.

A variável, Tamanho do conselho de administração (TAMCA) apresentou positiva e estatisticamente significativa, indicando que há uma relação direta com o Custo de capital próprio, em que, quanto maior for o número de membros no conselho de administração da

empresa, maior será seu Custo de capital próprio. A variável apresentou o valor de 0,258 de influência com a variável dependente no conjunto de variáveis das companhias analisadas, ou seja, a influência de quase 26%, sinalizando então um percentual razoavelmente importante de causa e efeito com o Custo de Capital próprio.

Desta maneira os achados do estudo revelam a influência entre os mecanismos de Governança Corporativa e o Custo de Capital Próprio nas empresas listadas na BM&FBovespa, sendo assim aceita-se a H_1 da pesquisa. Sendo assim, a governança corporativa tem equilibrado a volatilidade das ações das empresas (Souza et al., 2015). Rogers et al. (2008) analisaram os benefícios das boas práticas de e o custo de capital. Estes evidenciaram que as empresas que aprimoram e identificam o custo de capital é menor para empresas com práticas de governança corporativa superiores.

Os resultados do estudo corroboram com o achado de Gompers et al. (2003) que elaboraram um modelo teórico da governança corporativa no CAPM, sendo que a governança corporativa afeta o esforço gerencial e a possibilidade de desviar os recursos da empresa. Os autores demonstram que a governança corporativa afeta o retorno das ações das empresas e que a qualidade da governança corporativa correlaciona-se positivamente com a volatilidade β e idiossincrática e negativamente com os retornos sobre os ativos.

Os achados da pesquisa demonstram que existe uma relação positiva entre o custo de capital próprio, medido pelo CAPM, com as organizações que possui qualquer nível de governança corporativa, sendo assim, o custo de capital próprio se mostrou maior para empresas que aderiram a prática de governança corporativa. Salmasi & Martelanc (2009) analisaram a relação existente entre as boas práticas de governança corporativa e o custo de capital próprio em empresas brasileiras de capital aberto. Os autores evidenciaram uma relação positiva entre o custo de capital próprio, com as organizações que possui qualquer nível de governança corporativa.

Por fim, as variáveis AUDIT, INDCA, DUAL, RCAD, TAM, não se pode afirmar a relação de causa e efeito com Custo de capital próprio para as variáveis, amostra e período analisado, pois não apresentaram significância estatística ao nível de 5% (valor-p < 0,05). Corroborando Rogers et al. (2006) as poucas diferenças estatísticas entre os retornos, riscos e retornos ajustados ao risco das carteiras deveram-se, essencialmente, à existência de empresas participantes tanto da carteira do IGC quanto das outras carteiras, à alta participação de bancos brasileiros na carteira do IGC, e ao fato de que as empresas que compõem o FGV-100 e FGVE.

5. Conclusões e recomendações

Esta pesquisa objetivou verificar quais mecanismos de governança corporativa influenciam no custo de capital próprio de empresas listadas no índice de ações com governança corporativa do novo mercado. Realizou-se uma pesquisa descritiva, documental e quantitativa com uma amostra de 43 empresas, totalizando 129 observações. O período de análise compreendeu os anos de 2012 a 2014. Para a realização da análise foi selecionado um conjunto de variáveis para calcular o Custo de Capital próprio (CAPM) e também formar o grupo de variáveis de Governança Corporativa.

Aplicou-se a correlação de *Pearson* e a regressão linear múltipla que buscou verificar fatores determinantes da governança corporativa que influenciam no custo de Capital próprio. Em resposta a questão da pesquisa, obteve-se como resultados, a variáveis determinantes do grupo de mecanismos de governança corporativa significantes, foram as variáveis: Comitê de auditoria, sugerindo que a empresa que não possui comitê de auditoria implica no baixo Custo de capital próprio, e a variável, Tamanho do conselho de administração, indicando que há uma relação direta com o Custo de capital próprio, em que, quanto maior for o número de membros no conselho de administração da empresa, maior será seu Custo de capital próprio do grupo de empresas e períodos analisados nesta pesquisa.

Inicialmente levanta-se a limitação em relação a seleção das variáveis utilizadas para análise, visto que estes indicadores foram selecionados dentre um grande grupo de indicadores existentes. Como limitação, não foram observados outros aspectos que também podem contribuir para a compreensão dos efeitos da governança corporativa, como setores/segmentos de atuação, exposição ao mercado externo, entre outros aspectos.

As recomendações para futuras pesquisas, tendo em vista o que foi exposto nas limitações do estudo, destaca-se a aplicação do *constructo* da presente pesquisa em outra amostra. Alterar o conjunto de indicadores utilizados e de a escolha de outros para análise de determinantes no custo de capital próprio, pois o uso de outros indicadores pode influenciar nos resultados.

De outro modo, aplicar outros instrumentos estatísticos para averiguar os determinantes entre o grupo de desempenho econômico e estrutura de capital, bem como sua relação com o risco de mercado em diferentes contextos. Outra recomendação é a utilização de outras moderações e de outro método, tendo em vista que poderia trazer diferentes resultados.

Referências

Abor, J. (2007). Corporate governance and financing decisions of Ghanaian listed firms. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 7(1), 83-92.

DOI: <https://doi.org/10.1108/14720700710727131>

Ahmed Sheikh, N., & Wang, Z. (2012). Effects of corporate governance on capital structure: empirical evidence from Pakistan. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 12(5), 629-641. DOI: <https://doi.org/10.1108/14720701211275569>

Almeida, J. E. F. de, & de Almeida, J. C. G. (2009). Auditoria e earnings management: estudo empírico nas empresas abertas auditadas pelas big four e demais firmas de auditoria. *Revista Contabilidade & Finanças*, 20(50), 62-74. DOI: <https://doi.org/10.1590/S1519-70772009000200005>

Amorim, A. L. G. C., Lima, I. S., & Murcia, F. D. R. (2012). Analysis of the relationship between accounting information and systematic risk in the Brazilian market. *Revista Contabilidade & Finanças*, 23(60), 199-211. DOI: <http://dx.doi.org/10.1590/S1519-70772012000300005>

Andrade, L. P. D., Torres Salazar, G., Leal Calegário, C. L., & Soares Silva, S. A. (2009). Governança Corporativa: uma análise da relação do conselho de administração como valor de mercado e desempenho das empresas brasileiras. *Ram. Revista de administração mackenzie*, 10(4).

Apreda, R. (2001). Corporate Governance in Argentina: the outcome of economic freedom (1991–2000). *Corporate governance: an international review*, 9(4), 298-310. DOI: <https://doi.org/10.1111/1467-8683.00257>

Artuso, A. R., & Neto, A. C. (2010). O uso de quartis para a aplicação dos filtros de Graham na Bovespa (1998-2009). *Revista Contabilidade & Finanças*, 21(52). DOI: <https://doi.org/10.1590/S1519-70772010000100003>

Bai, C. E., Liu, Q., Lu, J., Song, F. M., & Zhang, J. (2004). Corporate governance and market valuation in China. *Journal of comparative economics*, 32(4), 599-616. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jce.2004.07.002>

Barberis, N., Greenwood, R., Jin, L., & Shleifer, A. (2015). X-CAPM: An extrapolative capital asset pricing model. *Journal of Financial Economics*, 115(1), 1-24. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.08.007>

Barros, C. D. M. P., da Silva, J. S., de Lima, G. A., & Brito, D. G. S. (2013). As competências gerenciais desenvolvidas pelos secretários executivos. *Revista de Gestão e Secretariado*, 4(2), 25-47.

Berthelot, S., Morris, T., & Morrill, C. (2010). Corporate governance rating and financial performance: a Canadian study. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 10(5), 635-646. DOI: <https://doi.org/10.1108/14720701011085599>

Bollerslev, T., Engle, R. F., & Wooldridge, J. M. (1988). A capital asset pricing model with time-varying covariances. *Journal of political Economy*, 96(1), 116-131. DOI: <https://doi/abs/10.1086/261527>

Bovespa. *Bolsa de Valores de São Paulo*, de 04 de dezembro de 2015. Folheto Informativo: Novo Mercado e Níveis Diferenciados de Governança. Recuperado de <http://www.bovespa.org.br>.

Breeden, D. T. (1979). An intertemporal asset pricing model with stochastic consumption and investment opportunities. *Journal of financial Economics*, 7(3), 265-296. DOI: https://doi.org/10.1142/9789812701022_0003.

Chen, K. C., Chen, Z., & Wei, K. C. (2004). Disclosure, corporate governance, and the cost of equity capital in emerging markets. *Hong Kong University of Science & Technology, working paper*.

Copeland, T. E., Weston, J. F., & Shastri, K. (2005). *Financial theory and corporate policy* (Vol. 3). Reading, Mass.: Addison-Wesley.

Correia, L. F., Amaral, H. F., & Louvet, P. (2018). Governança Corporativa e Earnings Management em Empresas Negociadas na BM&Fbovespa. *Contabilidade Vista & Revista*, 28(2), 1-29.

Cunha, P. R. da, Hillesheim, T., de Faveri, D. B., & Junior, M. M. R. (2014). Características do comitê de auditoria e o gerenciamento de resultados: um estudo nas empresas listadas na BM&FBOVESPA. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 8(22). DOI: <https://doi.org/10.11606/rco.v8i22.58500>

Galeno, M. M. (2010). *Aplicação do CAPM (Capital Asset Pricing Model) condicional por meio de métodos não-paramétricos para a economia brasileira: um estudo empírico do período 2002-2009* (Doctoral dissertation, Universidade de São Paulo).

Matias Gama, A. P., & Manuel Mendes Galvão, J. (2012). Performance, valuation and capital structure: survey of family firms. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 12(2), 199-214. DOI: <https://doi.org/10.1108/14720701211214089>

Monks, R. A. (2002). Creating value through corporate governance. *Corporate Governance: An International Review*, 10(3), 116-123. DOI: <https://doi.org/10.1111/1467-8683.00277>

Ferreira, R. N, dos Santos, A. C., Lopes, A. L.M., Nazareth, L. G. C., & Fonseca, R.A. (2013). Governança corporativa, eficiência, produtividade e desempenho. *RAM. Revista de Administração Mackenzie*, 14(4).

Gompers, P., Ishii, J., & Metrick, A. (2003). Corporate governance and equity prices. *The quarterly journal of economics*, 118(1), 107-156. DOI: <https://doi.org/10.1162/00335530360535162>

Goulart, A. M. C. (2002). Custo de oportunidade: oculto na contabilidade, nebuloso na mente dos contadores. *Revista Contabilidade & Finanças*, 13(30), 19-31. DOI: <http://dx.doi.org/10.1590/S1519-70772002000300002>

La Rocca, M. (2007). The influence of corporate governance on the relation between capital structure and value. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 7(3), 312-325. DOI: <https://doi.org/10.1108/14720700710756580>

Grove, H., Patelli, L., Victoravich, L. M., & Xu, P. T. (2011). Corporate governance and performance in the wake of the financial crisis: Evidence from US commercial banks. *Corporate Governance: An International Review*, 19(5), 418-436. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2011.00882.x>

IBGC. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, de 04 de dezembro de 2015. Governança Corporativa. Recuperado de <http://www.ibgc.org.br>.

Hutchinson, M., Seamer, M., & Chapple, L. E. (2015). Institutional investors, risk/performance and corporate governance. *The International Journal of Accounting*, 50(1), 31-52. <https://doi.org/10.1016/j.intacc.2014.12.004>

Leal, R. P. C., & Saito, R. (2003). Finanças corporativas no Brasil. *RAE eletrônica*, 2(2), 1-15.

Leal, R. P., & Carvalhal-da-Silva, A. L. (2007). Corporate governance and value in Brazil (and in Chile). *Investor protection and corporate governance: Firm-level evidence across Latin America*, 213-287.

Lameira, V. D. J., Lee Ness Junior, W., & van Aduard de Macedo-Soares, T. D. L. (2007). Governança corporativa: impactos no valor das companhias abertas brasileiras. *Revista de Administração-RAUSP*, 42(1).

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of financial economics*, 58(1), 3-27.

Lintner, John, 1965, The valuation of risky assets and the selection of risky investments in the portfolios and capital budgets, *Review of Economics and Statistics*, 47, 13-37.

Madalozzo, R. (2011). CEOs e Composição do Conselho de Administração: a Falta de Identificação Pode Ser Motivo para Existência de Teto de Vidro para Mulheres no Brasil?/CEOs and Board Composition: Can the Lack of Identification Be a Reason for Glass Ceilings in Brazil?. *Revista de Administração Contemporânea*, 15(1), 126.

Maher, M., & Andersson, T. (2002). Corporate governance: effects on firm performance and economic growth. *Convergence and Diversity in Corporate Governance Regimes and Capital Markets*, Oxford University Press, Oxford, 386-420.

Malacrida, M. J. C., & Yamamoto, M. M. (2006). Governança corporativa: nível de evidenciação das informações e sua relação com a volatilidade das ações do Ibovespa. *Revista Contabilidade & Finanças*, 17(SPE), 65-79.

Martins, H. C., & Rodrigues, S. B. (2005). Atributos e papéis dos conselhos de administração das empresas brasileiras. *Revista de Administração de Empresas*, 45(SPE), 23-35. DOI: <http://dx.doi.org/10.1590/S0034-75902005000500002>

Parigi, B. M., Pelizzon, L., & von Thadden, E. L. (2014). Stock market returns, corporate governance and capital market equilibrium.

Pham, P. K., Suchard, J. A., & Zein, J. (2011). Corporate governance and alternative performance measures: evidence from Australian firms. *Australian Journal of Management*, 36(3), 371-386. DOI: <https://doi.org/10.1177/0312896211413035>

Pitzer, M. (2011). *A influência do nível de governança corporativa no valor de mercado das ações das empresas brasileiras negociadas na bovespa* (Doctoral dissertation, Tese de Doutorado. Estácio de Sá).

Ramos, G. M., & Martinez, A. L. (2008). Governança corporativa. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 3(6), 143-164.

Reinganum, M. R. (1981). Misspecification of capital asset pricing: Empirical anomalies based on earnings' yields and market values. *Journal of Financial Economics*, 9(1), 19-46. DOI: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(81\)90019-2](https://doi.org/10.1016/0304-405X(81)90019-2)

Rogers, P., de Sousa Ribeiro, K. C., & de Sousa, A. F. (2005). Comparações múltiplas das carteiras de bolsa no Brasil: avaliação da performance do índice de governança corporativa. *REGE Revista de Gestão*, 12(4), 55-72. DOI: <https://doi.org/10.5700/issn.2177-8736.rege.2005.36533>

Rogers, P., & de Sousa Ribeiro, K. C. (2006). Mecanismos de Governança Corporativa no Brasil: evidências do controle pelo mercado de capitais. *Contextus-Revista Contemporânea de Economia e Gestão*, 4(2), p-17. DOI: <http://dx.doi.org/10.19094/contextus.v4i2.32076>

Rogers, P., Securato, J. R., & de Sousa Ribeiro, K. C. (2008). Governança corporativa, custo de capital e retorno do investimento no Brasil. *REGE Revista de Gestão*, 15(1), 61-77. DOI: <https://doi.org/10.5700/issn.2177-8736.rege.2008.36630>

Salmasi, S. V., & Martelanc, R. (2009). Governança corporativa e custo de capital próprio no Brasil. *Revista de Contabilidade da UFBA*, 3(1), 101-117.

Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The journal of finance*, 52(2), 737-783. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>

Setia-Atmaja, L. Y. (2009). Governance mechanisms and firm value: The impact of ownership concentration and dividends. *Corporate Governance: An International Review*, 17(6), 694-709. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2009.00768.x>

Silva, L. C., Goergen, M., & Renneboog, L. (2004). *Dividend policy and corporate governance*. Oxford University Press on Demand.

Sharpe, William, 1964, Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk, *Journal of Finance* 19, 425-442. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1964.tb02865.x>

Silveira, A. D. M. D., Barros, L. A. B. D. C., & Famá, R. (2003). Estrutura de governança e valor das companhias abertas brasileiras. *Revista de Administração de Empresas*, 43(3), 50-64. DOI: <http://dx.doi.org/10.1590/S0034-75902003000300005>

Silveira, A.D. M, Finotti Cordeiro Perobelli, F., & Ayres Barreira de Campos Barros, L. A. (2008). Governança corporativa e os determinantes da estrutura de capital: evidências empíricas no Brasil. *RAC-Revista de Administração Contemporânea*, 12(3).

Souza, G. H. S. de, Lima, N. C., Barbosa, F. B., Leite, Á. C. C., & de Albuquerque, A. A. (2015). A governança corporativa e o comportamento das ações de empresas do setor de energia elétrica listadas na Bovespa. *Revista de Negócios*, 20(1), 13-28. DOI: 10.7867/1980-431.2015v20n1p3_46

Srouf, G. (2005). Práticas diferenciadas de governança corporativa: um estudo sobre a conduta e a performance das firmas brasileiras. *Revista Brasileira de Economia*, 59(4), 635-674. DOI: <http://dx.doi.org/10.1590/S0034-71402005000400006>

Talamo, G. (2011). Corporate governance and capital flows. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 11(3), 228-243. DOI: <https://doi.org/10.1108/147207011111138661>

Terra, P. R. S., & De Lima, J. B. N. (2006). Governança corporativa e a reação do mercado de capitais à divulgação das informações contábeis. *Revista Contabilidade & Finanças*, 17(42), 35-49. DOI: <http://dx.doi.org/10.1590/S1519-70772006000300004>

Vieira, K. M., Velasquez, M. D., Losekann, V. L., & Ceretta, P. S. (2011). A influência da governança corporativa no desempenho e na estrutura de capital das empresas listadas na Bovespa. *Revista Universo Contábil*, 7(1), 46-67. DOI: <http://dx.doi.org/10.4270/ruc.2011104>.