

GOVERNANÇA CORPORATIVA E SEUS DETERMINANTES: INFLUÊNCIAS NEGATIVAS DO AMBIENTE EXTERNO SOBRE AS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA DO PRÓXIMO EXERCÍCIO¹

CORPORATE GOVERNANCE AND ITS DETERMINANTS: NEGATIVE INFLUENCES OF THE EXTERNAL ENVIRONMENT ON CORPORATE GOVERNANCE PRACTICES FOR THE NEXT FISCAL YEAR

Admir Renan Voltolini Gomes

Doutorando em Ciências Contábeis e Administração (FURB)
admir.renan@gmail.com

Gilmar Ribeiro de Mello

Doutor em Ciências Contábeis (USP)
Universidade Estadual do Oeste do Paraná (UNIOESTE)
gilmarribeirodemello@gmail.com

RESUMO

Objetivo: O presente estudo analisa as chances de a competitividade de mercado, o risco não sistemático e o desempenho determinarem os níveis de Governança Corporativa do próximo exercício.

Fundamento: Teoria da agência e governança corporativa, Competitividade de Mercado, risco não sistêmico, desempenho e estudos correlatos.

Método: A metodologia possui abordagem quantitativa com regressão logística com dados empílicos. A amostra somou 65 empresas que compõem o IBOVESPA, de 2015 a 2020, totalizando 390 observações.

Resultados: O risco não sistêmico demonstrou ser um contraponto à governança. Assim, o ambiente de risco também desfavorece à tomada de decisão a favor da adoção de práticas de governança. O desempenho econômico e financeiro percebido pelos investidores também diminui as chances de ocorrerem práticas de governança corporativa no próximo exercício.

Contribuições: Este estudo tem o intuito de contribuir com a discussão referente às chances de as práticas de governança corporativa ocorrer de acordo com os fatores externos, visto que as influências externas não levam necessariamente as empresas a adquirirem determinado conjunto de práticas.

Palavras-chaves: Governança Corporativa. Índice Herfindahl. Q de Tobin. Risco não sistêmico. Predição.

¹ Artigo recebido em: 20/08/2020. Revisado por pares em: 12/04/2021. Reformulado em: 10/04/2021. Recomendado para publicação: 12/04/2021 por Marco Aurélio dos Santos (Editor Adjunto). Publicado em: 30/12/2021. Organização responsável pelo periódico: UFPB

ABSTRACT

Objective: The present study aimed to analyze the chances of market competitiveness, non-systematic risk and performance determining the levels of Corporate Governance of the next fiscal year.

Fundamentals: Agency theory and corporate governance, market competitiveness, non-systemic risk, performance, and related studies.

Method: The methodological procedures have a quantitative approach using logistic regression with pooled data. The sample totaled 65 companies that make up the IBOVESPA, from 2015 to 2020, totaling 390 observations.

Results: The non-systemic risk proved to be a counterpoint to governance. Thus, the risk environment also favors decision-making in favor of adopting governance practices. The economic and financial performance perceived by investors also reduces the chances of corporate governance practices occurring in the next year.

Contributions: This study aims to contribute to the discussion regarding the chances of corporate governance practices occurring according to external factors, since external influences do not necessarily lead companies to acquire a set of practices.

Keywords: Corporate Governance. Herfindahl Index. Q of Tobin. Non-systemic risk. Prediction.

1 INTRODUÇÃO

O relacionamento entre a governança e a competição de mercado é uma das forças econômicas que reduz a expropriação dos demais acionistas, e ainda, beneficia os executivos de acordo com o desempenho, a produtividade, entre outros fatores. Dessa forma, numa visão externa, a competição de mercado torna-se um mecanismo de governança corporativa (Nickell, 1996, Shleifer, & Vishny, 1997).

Portanto, a competição de mercado faz com que a tomada de decisão dos executivos seja disciplinada. Assim, os conflitos de agência são minimizados, pois os executivos são norteados a buscar a maximização de lucros e, conseqüentemente, aumentar a riqueza dos acionistas, de acordo com a pressão inerente da concorrência (Thompson, & Formby, 1998).

Os ambientes competitivos podem determinar incentivos diferentes para as organizações em relação aos números contábeis. É perceptível que empresas imersas em ambientes de alta competição apresentam informações com qualidade maior, quando comparadas com as empresas imersas em ambientes de baixa competição (Almeida, 2010).

Essa competitividade também incentiva os gestores a maximizar o desempenho econômico e financeiro das empresas, uma vez que a competição de mercado também funciona como mecanismo disciplinador (Thompson & Formby, 1998). Contudo, entre o grau de competição e o nível de exposição ao risco pode haver um *trade-off* (Araújo, 2005).

Nessa perspectiva, a competição e a disputa coexistem. Portanto, a competição econômica está inserida em um sistema concorrencial em que duas ou mais empresas disputam mais pela sobrevivência em relação à disputa pelo maior lucro possível. Porém, a competitividade é uma característica que depende tanto de fatores internos quanto externos, controlados ou não pela empresa. Esses fatores são constituídos por riscos sistêmicos, estruturais e internos (Silva, 2017).

O risco sistêmico descreve que o ambiente exerce forças sobre a empresa, dentre elas, forças econômicas, fiscais, financeiras ou sociais, políticas, entre outras. Já os fatores estruturais são aqueles que mesmo que a empresa não controle, de forma parcial está sobre a sua influência, como por exemplo, a competição de mercado. Esses fatores abrangem desde a demanda, como as características dos consumidores, até a configuração do mercado, como por exemplo, monopólio, oligopólio entre outros. Já os fatores internos, abrangem os aspectos voltados à capacidade de as empresas

enxergarem o seu ambiente e modelar os seus processos de gestão para alcançar seus objetivos (Silva, 2017).

A competitividade pode levar a diversas combinações de negócios, tais como fusões e aquisições. Embora essas combinações possam melhorar o desempenho das empresas devido à sinergia, do ponto de vista da finança corporativa (Maksimovic & Phillips, 2001, Schoar, 2002), motivos gerenciais também podem justificá-las, como por exemplo, a maximização da remuneração dos gestores e pressões competitivas mais baixas. Nesse sentido, é fundamentado o debate sobre esse *trade-off* na literatura, como a relação entre o poder de mercado e risco, isto é, entre o grau de competição e o nível de exposição ao risco (Araújo, 2005).

O risco de mercado em ações associa-se ao *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), no qual indica a existência dos riscos sistemático e não sistemático. O risco sistemático refere-se ao comportamento de uma ação específica relacionado à volatilidade do mercado. Já o risco não sistemático está relacionado à organização. Assim, o risco não sistemático pode ser diminuído por meio da diversificação, diferente do risco não sistemático, que não pode ser eliminado (Araújo, 2005).

A existência de incentivos econômicos pode influenciar a competição de mercado, quando considerado como mecanismo disciplinador, com intuito de reduzir os benefícios privados. A competitividade é abordada por vários estudos e associa-se à relevância e competição (Ahmed, 1994), competição com benefícios (Dyck, & Zingales, 2004), competição *versus* fraude (Sadka, 2006), qualidade da informação e competitividade de mercado (Almeida, 2010). Entretanto, esses estudos não indagam a possibilidade de as práticas de governança corporativa serem tomadas com antecedência, considerando a competitividade, o risco não sistemático e o desempenho percebido pelos investidores, essa lacuna ainda requer aprofundamento.

Nesse sentido, este estudo tem a seguinte questão como norteadora do trabalho: quais as chances de a competitividade de mercado, o risco não sistemático e o desempenho determinarem os níveis de governança corporativa do próximo exercício? tendo como escopo a análise das chances de a competitividade de mercado, o risco não sistemático e o desempenho determinarem os níveis de governança corporativa do próximo exercício.

A resposta dessa pergunta pode contribuir com a teoria existente por demonstrar os efeitos do ambiente competitivo, o risco e o retorno; além de determinarem a probabilidade de as empresas tomarem a decisão de adquirir, manter ou deixar as práticas de governança corporativa.

O presente estudo está organizado em cinco partes, a primeira é composta por esta introdução. Já a segunda aborda a fundamentação teórica sobre o tema. A terceira refere-se aos procedimentos metodológicos. A quarta a apresentação e análise dos resultados, e por fim, a conclusão e as referências.

2 FUNDAMENTO

Este tópico aborda a teoria da agência e governança corporativa, que demonstra os interesses e as relações do principal e o agente, bem como a competitividade, o risco não sistemático e o desempenho percebido pelos investidores. E por fim, traz um *background* de estudos correlatos.

2.1 Teoria da agência e governança corporativa

A teoria da agência explica as relações contratuais e o compartilhamento de risco. As relações contratuais referem-se aos conflitos existentes entre principal e agente, bem como os resultados mensuráveis e os riscos do agente oposto ao principal, evidenciam-se na corrente positivista da teoria da agência duas proposições. A primeira refere-se ao comportamento dos interesses do principal por meio do contrato com lastro em resultados; já a segunda, o principal, detém informações para fiscalizar o comportamento do agente (Eisenhardt, 1989).

A relação especificada pela agência é uma forma de interação social codificada, antiga e comum. De acordo com Ross (1973), essa relação surge entre duas partes quando um designado como agente opera em nome de outro, ou seja, como representante para outro em um ambiente específico com problemas inerentes à tomada de decisão. Com isso, os problemas de agência são universais, abrangendo todos os arranjos contratuais entre os empregadores e colaboradores, ou até mesmo, entre o Estado e os cidadãos. Esses problemas advêm do compartilhamento do risco que é evidenciado devido aos diferentes comportamentos que ambas as partes demonstram (Eisenhardt, 1989). Assim, a teoria da agência ampliou a literatura referente ao compartilhamento de risco, incluindo o problema de agência, descrevendo que as partes detêm diferentes objetivos, bem como diferentes divisões de trabalhos (Ross, 1973, Jensen & Meckling, 1976).

Diante disso, o foco da teoria da agência é a resolução de dois problemas que pode ocorrer nas relações de agência. A primeira resolução volta-se às relações contratuais, como por exemplo, os conflitos entre os empregadores e colaboradores, e ao dispêndio existente em verificar o que os colaboradores (agente) estão realmente fazendo. Assim, os problemas referem-se ao fato de que os empregadores (principal) não podem verificar se os agentes estão se comportando adequadamente (Eisenhardt, 1989).

Já a segunda resolução, refere-se ao problema do compartilhamento do risco que se manifesta quando o principal e o agente têm diferentes atitudes em relação ao risco. Com isso, o problema é que ambas as partes podem preferir tomar ações opostas perante as divergências de preferências dos riscos (Eisenhardt, 1989). Por outro lado, a governança externa, proveniente dos acionistas ativistas, do controle do mercado corporativo e das agências de riscos, pode amortecer a motivação dos gestores, já que eles podem perder a motivação de informar o desempenho das suas empresas, o que acarreta maior probabilidade de fraudes financeiras (Shi, Connelly, & Hoskisson, 2017).

Destarte, diversos autores conceituam a governança corporativa pela perspectiva dos investidores e pela perspectiva voltada à gestão das organizações. A visão predominantemente econômica é articulada por Shleifer e Vishny (1997) e Becht, Bolton e Röell (2002), pois se referem à governança como meios pelos quais os fornecedores de finanças asseguram o retorno sobre o investimento às organizações. Na perspectiva de gestão, a governança corporativa é conceituada como controle de nível estratégico, voltado aos direitos de decisão do Conselho de Administração e *CEO's*, tanto para procedimentos que se voltam à alteração dos mecanismos quanto às posses de ações dos gestores e demais membros dos conselhos (Jensen, 2003).

Ressalta-se que a governança corporativa tem definições que variam amplamente, porém tendem a se estabelecer em duas categorias. Na primeira categoria, nota-se o foco nos padrões comportamentais, isto é, no comportamento das organizações, tanto em desempenho, eficiência, crescimento, estrutura financeira quanto no tratamento de acionistas e demais *stakeholders*. Já o segundo conjunto de definições volta-se para a parte normativa, delimitando padrões e regras para as organizações operarem. Evidentemente, essas regras são provenientes de fontes jurídicas, mercados financeiros e trabalhistas (Claessens & Yurtoglu, 2012).

2.2 Competitividade de mercado

Os modelos teóricos sobre a direção do efeito inerente à competitividade de mercado sobre a produtividade são ambíguos. A crescente concorrência diminui os lucros da empresa e, da mesma forma, abaixa os incentivos para exercer esforços naquele mercado, por outro lado, pode reduzir os custos de agência ou aumentar o risco de falência (Griffith, 2001).

Contudo, existe um consenso que a competitividade de mercado afeta as decisões gerenciais de uma empresa, tornando-se um determinante de rentabilidade (Nickell, 1996). Porém, não se encontra uma concordância referente ao efeito que a competitividade tem sobre o comportamento

dos gestores ou, até mesmo, sobre os incentivos fornecidos para os gestores. Existem evidências que a competitividade pode substituir os incentivos e, também, que a competitividade e os incentivos podem ser complementares (Karuna, 2007).

Entretanto, a competição de mercado é uma das maiores forças econômicas que direcionam a eficiência das empresas, mas somente a competição não pode preencher os problemas inerentes à governança corporativa (Shleifer & Vishny, 1997). Com isso, em ambientes competitivos, mesmo reduzindo o retorno das empresas, e a disponibilidade dos gestores para expropriar os acionistas minoritários, a competição por si só não elimina benefícios do controle dos gestores (Almeida, 2010).

Porém, não existe uma única instituição normatizadora ou reguladora que incentive as empresas a operarem de forma eficiente e, que por sua vez, resguarde os direitos e proteção do capital dos acionistas por completo. Com isso, aparecem as lacunas existentes perante o comportamento oportunista dos gestores e os interesses dos acionistas, evidenciando as falhas de mercado (Almeida, 2010). Entre as falhas existentes estão o monopólio, os fatores externos inerentes à sociedade, a assimetria de informação e, ainda, o excesso de competição (Kothari, 2001).

Nesse sentido, a governança corporativa das empresas é exercida por meio de um agrupamento de mecanismos e pela interação entre eles. Pode-se considerar que a competição de mercado, como mecanismo, pode impactar o valor da empresa, pois influencia o uso da informação contábil concomitantemente com o processo de governança. A competição de mercado também pode elevar os custos de divulgação das informações privadas, exigidas pelo mercado, que por sua vez, conduz as informações inerentes ao desempenho das empresas ao público (Bushman & Smith, 2001).

Logo, a má administração e o desempenho operacional ruim também podem ser problemas advindos de empresas menos competitivas. Entretanto, as indústrias menos competitivas podem se beneficiar mais com uma boa governança em relação às empresas altamente competitivas (Giroud & Mueller, 2011). Nesse sentido, a qualidade da governança corporativa afeta o retorno das ações das empresas, em contrapartida, as empresas com melhores práticas de governança corporativa detêm maior retorno em suas ações (Gompers, Ishii, & Metrick, 2003).

O grau de concentração de mercado pode contribuir com a redução das escolhas dos gestores em relação à distorção da realidade econômica das empresas, assim, eleva-se a relevância informacional provenientes dos números contábeis (Marciukaityte & Park, 2009). A concentração de mercado pode ocorrer devido ao crescimento maior da firma perante os seus competidores, devido à eficiência de suprir seus clientes, ou então, por meio de colaboração das empresas e barreiras de entradas (Demsetz, 1973).

Nota-se também, que as empresas podem se fundir e adquirir uma parcela de mercado predominante à concorrência. Porém, as agências normatizadoras e reguladoras utilizam a concentração de mercado como um meio de proteção dos consumidores. No Brasil, o índice Herfindahl é utilizado pelo Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE) (Oliveira, 2014). A Equação 1 representa as operações provenientes do cálculo da concentração de mercado pelo índice Herfindahl.

$$IH = \sum_{i=1}^n (\text{marketshare})^2 \quad (1)$$

O índice Herfindahl é calculado pela somatória da participação de mercado das empresas elevado ao quadrado. Assim, o grau de competitividade pode chegar até 10.000 (100²). De acordo com a quota, o mercado é classificado segundo o grau de concentração obtido. Nesse sentido, a

Tabela 1 demonstra a classificação da competitividade dos mercados de acordo com o índice Herfindahl.

Tabela 1. Classificação da competitividade de mercado de acordo com o índice Herfindahl

Valores	Classificação
Abaixo de 100 pontos	Mercado não concentrados
Entre 1.500 a 2.500	Mercados moderadamente concentrados
Acima de 2.500	Mercados altamente concentrados

Fonte: Departamento de Justiça dos Estados Unidos da América (2010).

De acordo com a pontuação do índice Herfindahl são obtidas três classificações de mercado: não concentrados, moderados e altamente concentrados. Porém, ao se tratar de fusões, as agências reguladoras consideram o nível após a fusão e o aumento no índice resultante da fusão. A finalidade não é restringir as fusões competitivas e benignas aos consumidores, mas de identificar as fusões que possam atentar contra a competitividade do setor. Entretanto, o índice de concentração afeta o mercado de capitais, pois o fluxo de caixa proveniente do ambiente competitivo também é precificado no mercado acionário, e isso, implica no risco inerente ao processo de inovação das empresas. Logo, esse risco pode ser mensurado pelo grau de competição e a relação entre o retorno das ações (Hou & Robinson, 2006).

2.3 Risco não sistemático e desempenho

Uma questão importante nas finanças é prever a volatilidade dos títulos. Economicamente, as previsões podem ser analisadas como uma medida inerente à crença do mercado pela incerteza futura da economia (Kim, & Kim, 2016). Os modelos de precificação de ativos de Sharpe (1964), Lintner (1965) e Mossin (1966) talvez sejam os mais intuitivos paradigmas de precificação de ativos (Brennan & Zhang, 2018).

Porém, apesar de ser um exemplo útil, não permite capturar a complexidade existente no mundo real da relação entre risco e retorno. Isso acontece, devido ao modelo não estabelecer um período único e nem especificar a duração ou horizonte de tempo que o investidor tomará as decisões. Perante o exposto, é necessário deter alguns pressupostos, como por exemplo, a mensuração dos intervalos mensais, presumindo que seja uma estatística adequada para mensurar o risco sistemático de forma segura (Brennan & Zhang, 2018).

Diante disso, o *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) compara a relação existente do risco não sistemático perante o retorno de um ativo, sendo assim, a medida encontrada pelo coeficiente beta é um indicador de grau de variação do título em relação ao mercado. Essa variação no retorno determina o risco do ativo (Gitman, 2010). O coeficiente beta demonstra o grau de risco no qual o ativo está exposto em relação ao mercado. Nesse sentido, a variação do mercado é considerada igual a 1, assim, os ativos que possuem um beta igual a 1 detêm a volatilidade similar à do mercado. Já os ativos que apresentam beta superior, possuem a volatilidade maior em relação ao mercado na mesma proporção (Gitman, 2010).

Na Figura 1 está descrito o grau de exposição ao risco, conforme o modelo CAPM.

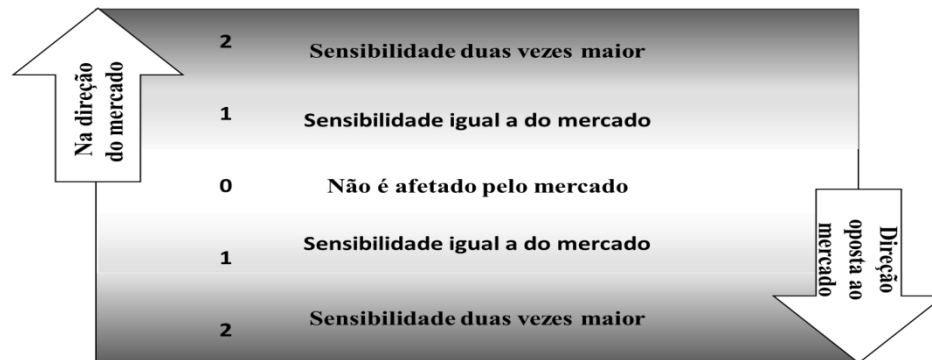


Figura 1. Grau de exposição ao risco de acordo com o coeficiente beta

Fonte: Adaptado de Gitman (2010).

Ressalta-se que o coeficiente pode ter tanto o sinal positivo quanto negativo; esse sinal, determina a direção da volatilidade do título perante o mercado, podendo estar na mesma direção ou na direção oposta (Gitman, 2010).

Diante disso, o valor da empresa pode ser medido por outras métricas, e uma das mais consolidadas nas pesquisas de economia e finanças é o Q de Tobin (Famá & Barros, 2001). Originalmente proposta por Tobin e Brainard em 1968 e Tobin em 1969, o sucesso desta variável é proveniente da riqueza de interpretações existentes, visto que o Q de Tobin é definido como a relação entre o valor de mercado e o valor de reposição de seus ativos físicos, essa variável é o coeficiente da divisão entre ambas as variáveis (Famá & Barros, 2001).

Porém, entre as diversas aplicações, no campo das finanças o Q de Tobin expressa o valor das empresas no sentido de desempenho percebido pelos investidores. Sendo assim, é uma variável que pode ser comparada de empresa para empresa, nesse sentido, é uma definição mais ampla do valor da empresa que considera o valor de reposição dos ativos em vez do valor contábil (Lindenberg & Ross, 1981). Deste modo, a Equação 2 descreve o cálculo para o Q de Tobin.

$$Q \text{ de Tobin} = \frac{MVA + MVD}{VR} \quad (2)$$

Onde;

MVA refere-se ao valor de mercado das ações da empresa

MVD é O Valor das dívidas ou capital de terceiros

VR Descreve o valor de reposição dos ativos (ativo total)

A soma do valor de mercado das ações com o valor das dívidas ou capital de terceiros representam o valor de mercado total da empresa. E o valor de reposição é o desembolso necessário para comprar a capacidade produtiva da empresa mais moderna existente e com o menor custo possível (Famá & Barros, 2001).

2.4 Estudos correlatos

Nas seções seguintes são abordados os estudos correlatos, bem como os seus principais resultados e contribuições ao tema estudado.

2.4.1 Competitividade de mercado e governança corporativa

Podem-se atribuir duas características provenientes da competitividade de mercado para a governança corporativa. A primeira delas é o efeito de um mecanismo disciplinar eficiente para os executivos das empresas; a segunda característica é que eleva a preocupação dos investidores e

aumenta a pressão no mercado de capitais. Para as indústrias menos competitivas, a competitividade de mercado atua como mecanismo disciplinador. Por outro lado, em empresas mais competitivas, ela induz os gestores a não atuarem conforme os interesses dos acionistas. Assim, a competitividade possui implicações diretas sobre os mecanismos de governança e nos incentivos para os gestores, como por exemplo, nos contratos de remuneração por avaliação de desempenho (Balakrishnan & Cohen, 2011).

O vínculo entre a concorrência de mercado de produtos e os mecanismos internos de governança foram investigados por Chhaochharia et al. (2015), tendo como *proxy* a Lei Sarbanes-Oxley (SOX). Conforme o papel que a concorrência desempenha nos incentivos da empresa, a SOX elevou o funcionamento das indústrias em âmbito concorrencial concentrado quando comparados com indústrias em ambientes menos concentrados. Porém, os achados demonstraram que os efeitos foram evidenciados com mais ênfase sobre as empresas com mecanismos de governança mais fracos, antes da SOX. Assim, a governança é mais importante quando as empresas enfrentam menor competitividade de mercado.

A relação entre governança corporativa e a competição de mercado diante dos retornos das ações na Coreia do Sul foi objeto de estudo de Ryu, Ryu e Hwang (2017). Os resultados encontrados demonstram que a relação entre a concorrência do mercado e as ações é significativa, porém, as melhores práticas de governança corporativa são associadas aos retornos menores, e se elevam de acordo com o nível de concorrência. Assim, os efeitos da governança corporativa sobre o retorno das ações são dependentes dos níveis de competitividade de mercado. Dessa forma, a governança corporativa não é estática, pois muda de acordo com o ambiente do mercado e dos países.

No estudo de Byun, Lee e Park (2014) foi investigado o efeito na política de pagamento de acordo com a interação entre governança corporativa e a competitividade de mercado. Os resultados evidenciaram que a governança e a concorrência tendem a afetar as decisões de pagamentos de dividendos. No entanto, a influência negativa observada só ocorre em mercados competitivos. Dessa forma, a competitividade de mercado como ferramenta de governança pode ser mais eficaz em relação aos demais mecanismos de monitoramento.

Considerando o papel importante da governança corporativa e da concorrência na redução dos problemas de agência (Byun, Lee & Park, 2014), a governança corporativa só interessa às empresas menos competitivas, pois mecanismos fracos de governança elevam os custos de insumos, salários e custos indiretos. Por outro lado, a governança fraca está relacionada às empresas com retornos menores nas ações, bem como no desempenho operacional (Giroud & Mueller, 2011).

2.4.2 Risco não Sistemático e Governança Corporativa

Quando se analisam os fatores de risco inerentes ao retorno das ações, nota-se o fator próprio do mercado devido à volatilidade e os coeficientes relacionados às características da empresa, como por exemplo, tamanho e patrimônio líquido (Fama & French, 1993). Assim, o risco também se associa às características das empresas e de governança.

Os estudos de Gompers, Ishii e Metrick (2003) demonstraram que as empresas com proteção aos direitos dos acionistas fracos tendem a exibir desempenho baixo. Os resultados de Core, Guay e Rusticus (2006) corroboram demonstrando que em empresas com os direitos dos acionistas fracos também possuem desempenho operacional insuficiente. Assim, a governança fraca provoca retorno dos títulos igualmente fracos.

A relação entre políticas de governança corporativa e o risco idiossincrático foi abordada por Ferreira e Laux (2007). Os resultados apontaram que mercados mais propensos ao controle corporativo apresentam preços das ações mais informativos por meio de coleta e informações privadas. A interpretação sobre o fluxo da informação é um componente da volatilidade que não é associado à governança corporativa e à eficiência do investimento corporativo.

Ao examinar a governança bancária e as escolhas de risco, Calomiris e Carlson (2016) relacionaram as diferenças de propriedade gerencial e políticas de governança corporativa, riscos e métodos de gerenciamento de riscos. Os resultados demonstraram que a governança corporativa formal e a alta participação dos administradores são correlacionadas de forma negativa. Já os salários dos gestores e o autoempréstimo ocorrem em proporções maiores quando o controle gerencial é maior e, em menor proporção quando a administração é contratada. Assim, a alta concentração de propriedade gerencial, a qual possui baixa governança formal, tende a ter riscos menores de inadimplência. Por outro lado, o alto controle gerencial, relaciona-se à maior dependência do dinheiro e não se limita ao risco.

De acordo com a teoria da agência, deve-se existir a relação entre desempenho da empresa e as boas práticas de governança corporativa de forma positiva (Michelberger, 2016). Contudo, de acordo com o estudo de Michelberger (2016), perante a aversão ao risco do conselho de administração, os resultados inerentes ao desempenho das empresas tendem a ser menores.

Diante do exposto, a próxima seção apresenta as ferramentas estatísticas e os demais métodos e os procedimentos metodológicos utilizados para relacionar as práticas de governança com as características do ambiente externo abordado neste estudo.

3 MÉTODO

Esta pesquisa foi realizada por meio da abordagem quantitativa (Hair, Babin, Money, & Samouel, 2005), pois tem a finalidade de analisar as métricas que perfazem o risco não sistemático, a competitividade e o desempenho como determinantes das práticas de governança corporativa equivalente ao Novo Mercado da Brasil, Bolsa, Balcão (B3) no ano de 2015 a 2020. Os dados referentes às informações financeiras das empresas foram coletados por meio da base de dados REFINITIV EIKON®, em fevereiro de 2021. A data das mudanças dos níveis de governança foi coletada na Brasil, Bolsa, Balcão (B3). Ressalta-se que as mudanças podem estar atribuídas a vários fatores desde a adesão a outro nível, ou seja, a migração, cisão, fusão, deslistagem por vários motivos, como por exemplo, desrespeito às regras de determinado nível, até mesmo ao encerramento de atividades, entre outros mais. Além disso, as mudanças também podem estar atribuídas às demais combinações de negócio, oferta pública inicial (IPO), listagens sem oferta e reestruturação.

Diante disso, para compor a amostra, inicialmente, a base de dados detinha 428 empresas de 2015 a 2020, esse recorte temporal é justificado pelo intuito de uma amostra mais uniforme, pois no segundo trimestre de 2014 o ritmo de crescimento do Brasil entrou em colapso, dando início à grande recessão brasileira (Oreiro, 2017). Portanto, a delimitação temporal a partir de 2015 pode contribuir com este estudo no sentido de prover demonstrações financeiras mais uniformes ao não obter possíveis variações de crescimento anteriores.

Além disso, foram delimitadas as empresas que compõem a carteira teórica do índice Bovespa (IBOV) no período de janeiro a abril de 2021, essa escolha se justifica devido a essa carteira possuir as empresas que detêm as ações mais líquidas do mercado (BM&FBOVESPA, 2017), este fato pode elevar a robustez das variáveis coletadas neste estudo. Visto que as variáveis coeficiente beta e Q de Tobin podem ser fragilizadas com o cálculo baseados em ativo com pouca volatilidade, pois essas variáveis consideram o preço do ativo, entre essas implicações se tem a diferença entre o preço de compra do ativo e o preço de venda (*spread*), que pode ser alta quando não há liquidez, e ainda, essa diferença não pode ser observada, implicando em estimativas no retorno diferentes dos valores do preço de fechamento.

Para elaboração das variáveis foram necessários filtros nas seguintes informações financeiras; (I) ativo total maior que zero, (II) número de ações e (III) preço de fechamento no ano fiscal maiores que zero, (IV) patrimônio líquido maior que zero. Com esses filtros, a amostra somou 65 empresas por 6 anos, totalizando 390 observações, ressalta-se que as variáveis Coeficiente beta e Q

de Tobin ainda possuíam dados nulos e foram substituídos pela média 24 e 11 observações respectivamente.

Assim, o objetivo dessa pesquisa foi abordado por meio de regressão logística, pois esse método permite determinar as chances de uma variável ocorrer perante as outras variáveis, podendo ser métricas ou não (Fávero, Belfiore, Silva, & Chan, 2009). Contudo, com a pouca variação existente nas mudanças de níveis de governança corporativa foi optado pelo modelo de dados empilhado, visto que a pouca variação dentro das *cross section* pode levar tanto os modelos de efeitos aleatórios e fixos a não ter o log da probabilidade suficientemente côncavos, e isto implica em dificuldade computacional para as iterações na análise dos dados.

A Equação 1 demonstra a regressão logística deste estudo.

$$f(pGov) = \left(\frac{1}{1 + e^{-(pGov)}} \right) \quad (1)$$

Onde $pGov$ refere-se;

$$pGov = \ln \left(\frac{p}{1-p} \right) = \alpha_0 + \theta_1 IHH_{it} + \theta_2 Beta_{it} + \theta_3 Qtobin_{it} + \theta_4 IHH_{it} \times Beta_{it} + \theta_5 IHH_{it} \times Qtobin_{it} + \theta_6 Beta_{it} \times Qtobin_{it} + \theta_7 Tempo_{it} + \varepsilon_i \quad (1.1)$$

A variável dependente $pGov$ é uma variável dicotômica, que assume valor 1 para empresas que obtiveram práticas de governança equivalente ao Novo Mercado nos anos estudados e 0 caso contrário.

Com isso;

O termo $\ln \left(\frac{p}{1-p} \right)$ descreve o *logit* (Fávero et al., 2009).

E, o termo $\frac{p}{1-p}$ descreve as chances de ocorrer (Fávero et al., 2009) governança corporativa de nível Novo Mercado do próximo exercício.

$Beta_{it}$ refere-se ao coeficiente beta de cada empresa em cada ano de 2015 a 2020.

IHH_{it} refere-se ao índice Herfindahl de cada empresa em cada ano de 2015 a 2020.

$Qtobin_{it}$ refere-se ao Q de Tobin de cada empresa em cada ano de 2015 a 2020.

$Tempo$ é um conjunto de vetores com variáveis dicotômicas categóricas para cada ano, no entanto, para o cálculo o ano de 2015 foi retirado para ser o ano de referência.

α_0 refere-se a constante do modelo.

p refere-se a probabilidade de ocorrência da governança alvo.

θ_1, θ_2 e θ_3 são os coeficientes e,

ε_i refere-se ao erro

e descreve o número de Euler

Nota-se que a variável dependente, refere-se ao conjunto de práticas de governança corporativa mais exigente da Brasil, Bolsa, Balcão (B3). Contudo, o período refere-se ao ano posterior das características das empresas.

A literatura abordada neste estudo busca embasar as relações e as influências entre os efeitos dos mecanismos de governança e competitividade, risco não sistemático e o desempenho. Para cumprir com o objetivo desta pesquisa, na Tabela 2 está descrito o constructo dessa pesquisa.

Tabela 21. Variáveis do risco não sistemático e competitividade perante os níveis de governança corporativa

Sigla	Período	Descrição	Autores
Governança Corporativa	Ano de 2016 e início de 2021	(1) Novo mercado (0) Demais listagens de governança	Bushman e Smith, (2001), Giroud e Mueller (2011), Claessens e Yurtoglu, (2012)
Coefficiente Beta	Ano de 2015 a 2020	Nível de volatilidade do ativo perante o mercado	Sharpe (1964), Lintner (1965), Mossin (1966), Kim e Kim (2016), Brennan e Zhang (2018).
$IHH = \sum_{i=1}^n (\text{marketshare})^2$	Ano de 2015 a 2020	Grau de competitividade do setor	Nickell (1996), Griffith (2001), Karuna (2007), Marciukaityte e Park (2009), Almeida (2010).
Q de Tobin $Q_{tobin} = \frac{(\text{Valor mercado} + \text{capital de terceiro})}{\text{Ativo total}}$	Ano de 2015 a 2020	Desempenho percebido pelos investidores	Lindenberg e Ross, (1981), Famá e Barros (2001),

Fonte: Elaborados pelos autores (2021).

A mensuração do coeficiente beta ou risco não sistemático foi coletado na REFINITIV EIKON® para cada empresa, observando a seguinte ordem de preferência quando não disponível, Beta 5 anos mensais, Beta 3 anos semanal, Beta 2 anos semanal, Beta 180 dias diário e Beta 90 diário. Já o índice Herfindhal foi calculado considerando o ativo total das empresas, sendo este o quociente do ativo total perante a somatória do ativo total das empresas que compõe o setor multiplicado por 100 e elevado ao quadrado, possuindo amplitude máxima entre 0 a 10.000 (100²). O Q de Tobin considera o valor de mercado igual à quantidade de ações multiplicada pelo preço de fechamento; e considera o capital de terceiros, a diferença entre o ativo total e o patrimônio líquido. Para o custo de reposição foi considerado o ativo total.

Diante disso, os segmentos de governança corporativa nos anos estudados estão distribuídos em 4 níveis diferentes. A Tabela 3 descreve a quantidade de ativos e os níveis encontrados.

Tabela 3. Quantidade de empresas por segmentos de governança corporativa e ano.

Nível Governança	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Observações Por nível
Outro nível	24	23	23	18	16	16	120
Novo Mercado	41	42	42	47	49	49	270
Observações por ano	65	65	65	65	65	65	390

Fonte: Elaborados pelos autores (2021).

Nota-se que a maior proporção de empresas listadas no IBOVESPA que possuem o maior conjunto de práticas de governança corporativa são os anos de 2019 e 2020 com 75,38%. E 24,6% não aderiram às maiores exigências em relação às práticas de governança neste período, ou seja, não estão listadas no conjunto de práticas de governança impostas pelo novo mercado.

Entre as limitações desta pesquisa, aponta-se a fragilidade da variável Q de Tobin, pois o custo de reposição dos ativos é composto apenas pelo ativo total das empresas. Fica relatado como fragilidade devido aos ativos totais sofrerem com lançamentos de imobilizados realizados a custos históricos, portanto não representam o valor atual para reposição. E ainda, o ativo total também

pode sofrer com o conservadorismo incondicional, assim deixa a variável mais distante do preço de reposição dos ativos das empresas. Todavia, é a forma mais próxima e observada por meio do uso de dados documental.

Embora o índice Herfindhal tenha sido calculado por meio do ativo total, tem-se como limitação a classificação dos subsetores econômicos do sistema de classificação norte americana de indústria (NAICS), pois apesar de mais detalhada que o subsetor econômico da Brasil, Bolsa, Balcão (B3), é possível expandir ainda mais essa classificação. Porém, a falta de todas as empresas que participam do setor e que não estão listadas fragiliza a variável, pois não é possível obter esses dados pela fonte de dados eleita. Dessa forma, foram consideradas apenas as empresas listadas na respectiva bolsa de valores. Diante do exposto, para análise dos resultados foram utilizadas planilhas eletrônicas e o software estatístico STATA®.

4 Resultados

Neste tópico são abordadas as análises descritivas com o intuito de apresentar o comportamento dos dados, e também, foi abordado o modelo de regressão logística.

4.1 Análise descritiva

Os comportamentos dos dados referentes ao constructo deste estudo podem ser observados na Tabela 4 por meio das estatísticas descritivas para as variáveis coeficiente Beta, índice Herfindahl e Q de Tobin.

Tabela 4. Estatísticas descritivas das variáveis Beta, Herfindahl e Q de Tobin no ano de 2016.

ESTATÍSTICAS/VARIÁVEIS	BETA	HERFINDAHL	QTOBIN
Média	0,934	2385,422	6,664
Mediana	0,895	2442,571	4,800
Moda	0,934	2826,075	6,664
Desvio padrão	0,529	1749,733	6,943
Variância da amostra	0,280	3.061.565,377	48,211
Curtose	2,677	6,372	24,471
Assimetria	1,151	2,274	3,902
Mínimo	-0,222	715,730	0,767
Máximo	3,364	9606,316	71,722
Soma	364,171	930.314,471	2599,000
Coeficiente de variação	56,70%	73,35%	104,2%
Kolmogorov-Smirnov (p valor)	0,000	0,000	0,000

Fonte: Dados da pesquisa (2020).

Os valores médios do coeficiente Beta são próximos à variação do mercado, ou seja, está próximo a 1. Esse fato também pode ser atribuído à representatividade e negociabilidade do Índice Bovespa. Já o índice de competitividade do setor, Herfindahl, demonstrou que em média as empresas estão em setores altamente concentrados, porém, obteve uma alternância muito alta conforme descrito pelo coeficiente de variação. A variável Q de Tobin manteve-se em média 6,664, e com alta dispersão apresentada pelo coeficiente de variação.

De acordo com o teste de normalidade de Kolmogorov-Smirnov, que possui a hipótese nula de normalidade, as três variáveis que compõe o construto não apresentam distribuições assimétricas. Conforme o *p-valor*, obtido ao nível de 1%, todas as variáveis rejeitaram a hipótese de normalidade dos dados.

A Figura 2 demonstra os gráficos de *boxplots* das variáveis que compõem o construto do objetivo deste estudo.

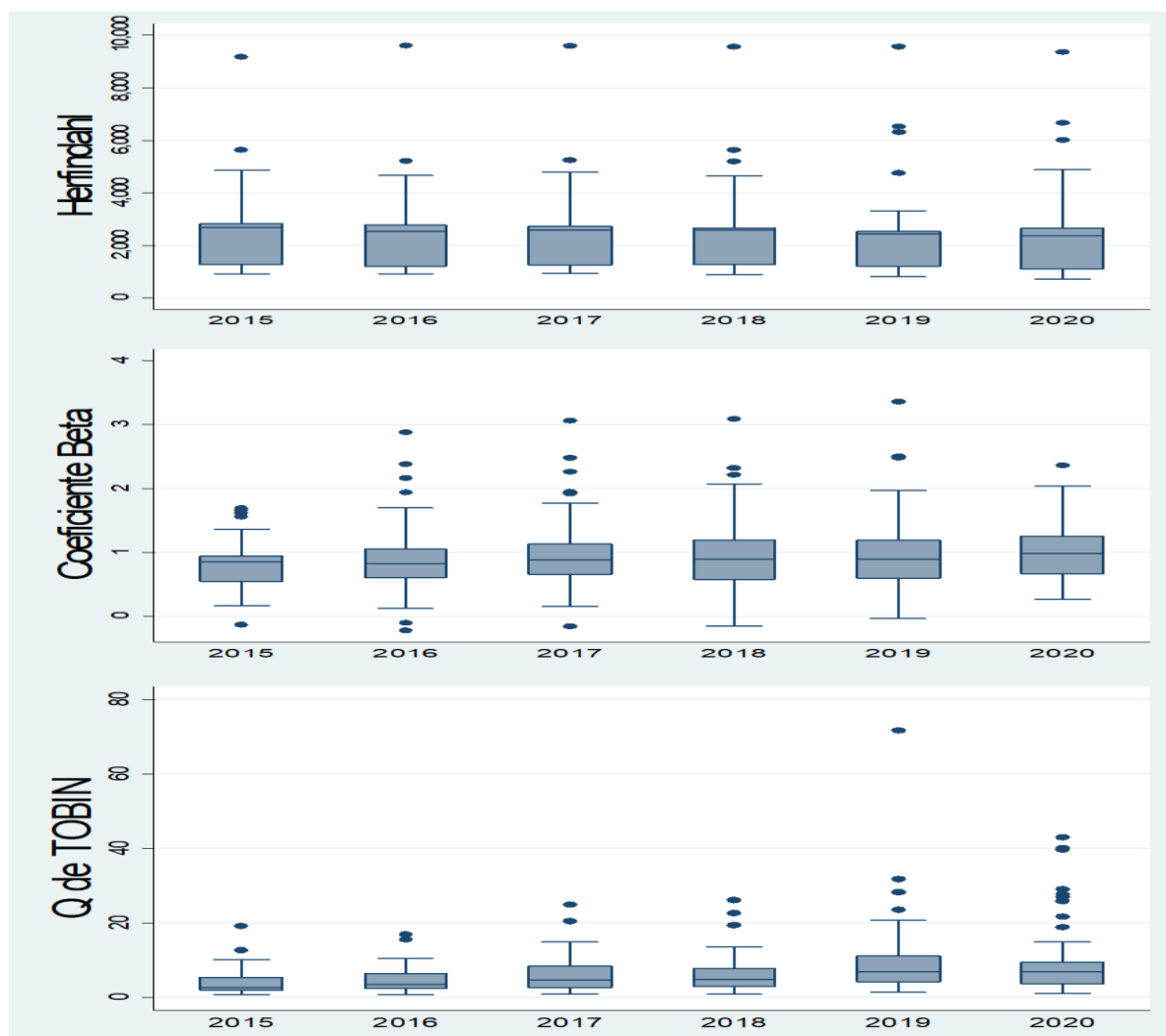


Figura 2. Gráficos de *boxplots* variáveis Beta, Herfindahl e Q de Tobin no ano de 2015 a 2020.

Fonte: Dados da pesquisa (2021).

O índice Herfindahl calculado pode obter valores entre 0 e 10.000, e de acordo com o Departamento de Justiça dos Estados Unidos da América (2010), valores acima de 2.500 demonstram alta concentração de mercado, fato que também pode ser observado pelo *outliers* presentes no modelo.

O coeficiente Beta obteve valores *outliers* positivos e negativos em quase todos os anos estudados, a exceção foi o de 2020, este fato pode ser atribuído ao período atípico de pandemia, pois os ativos que não conseguiram variar de forma inversa ao mercado. Por outro lado, teve empresas que obtiveram coeficientes acima de 2, isto é, possuem a variação duas vezes maior que o mercado. De forma similar, o Q de Tobin, também apresentou valores *outliers* em todos os anos, esse fato pode ser atribuído a escolha da amostra, pois as empresas que possuem mais liquidez de mercado podem ter o desempenho percebido pelos investidores estimado acima do custo de reposição, isto é, ter os seus ativos sobrestimado ao valor do ativo total.

Embora a amostra possua valores *outliers*, optou-se por manter as empresas no modelo, visto que manter essas empresas deixa a amostra com maior representatividade o IBOVESPA, mesmo que de forma estatística se possa ter complicações de significância.

4.2 Análise do modelo de regressão logística

Considerando o escopo deste estudo que aborda a competitividade, o risco não sistêmico e o desempenho percebido pelos investidores, a Tabela 5 demonstra os resultados para determinar as práticas de governança corporativa equivalente ao Novo Mercado do exercício posterior.

Tabela 5. Competitividade, risco e desempenho perante a governança corporativa.

Variáveis	Razão de Chances	Efeito Marginal	Erro Padrão	Z	P valor	Intervalo Confiança Inferior	Intervalo Confiança Superior
Ihh	0,9997646	-0,0000479	0,00004	-1,08	0,284	-0,00135	0,000039
Beta	0,0769077	-0,5223567	0,11906	-4,39	0,000	-0,755705	-0,289008
Qtobin	0,8643684	-0,0296812	0,00963	-3,08	0,002	-0,04856	-0,010802
Ihh x Beta	1,000202	0,0000412	0,00004	1,03	0,302	-0,000037	0,000119
Ihh x Qtobin	0,9999981	-3,85e-07	0,00000	-0,19	0,851	-4,4e-06	3,6e-06
Beta x QTobin	1,134351	0,0256704	0,00936	2,74	0,006	0,007324	0,044016
Ano 2016	1,258654	0,0452516	0,07346	0,62	0,538	-0,098733	0,189236
Ano 2017	1,435803	0,6967	0,07134	0,98	0,329	-0,070148	0,209488
Ano 2018	2,085516	0,132841	0,06431	2,07	0,039	0,006788	0,258894
Ano 2019	2,881038	0,1804418	0,0597	3,02	0,003	0,063428	0,297459
Ano 2020	2,914348	0,1820196	0,05889	3,09	0,002	0,066589	0,29745
Constante	21,09456	:	:	:	:	:	:

Fonte: Dados da pesquisa (2021).

Para o modelo de competitividade, risco e desempenho, o pseudo-R² é equivalente a 10,82% das variações, este valor é esperado devido às inúmeras variáveis não observadas que não estão presentes neste estudo. O teste de razão de verossimilhança, análogo ao Teste F, também demonstra que ao menos uma das variáveis é diferente de zero, ao nível de 1% de significância. As variáveis Ihh e coeficiente beta apresentam fatores de inflação de variância (VIF) de 19,64 e 14,35 respectivamente, porém, esse valor é esperado devido às moderações existentes, visto que o modelo sem as mesmas não apresenta multicolineariedade. A decisão por não realizar procedimentos estatísticos para diminuir a multicolineariedade é justificada pelo poder discriminante do modelo, visto que de acordo com a área abaixo da curva ROC, com as moderações é equivalente a 0,7134 e sem é menor (0,6738). Assim, o modelo estimado para determinar as práticas de governança corporativa equivalentes ao Novo Mercado por meio da competitividade, do risco e do desempenho é aceitável.

No que tange aos resultados, o coeficiente referente à razão de chance do índice Herfindahl demonstra que a variação de uma unidade na concentração de mercado da empresa diminui as chances de ocorrer o conjunto de governança do Novo Mercado. O efeito marginal descreve que esse fato diminui a probabilidade de ocorrer em aproximadamente 0,005%. Contudo, o índice Herfindahl não se apresenta estatisticamente significativa, a presença e o sinal esperado no modelo são sustentados teoricamente e empiricamente.

Todavia, os resultados de Chhaochharia *et al.* (2015) evidenciam nos seus achados que a governança é mais importante quando as empresas enfrentam menor competitividade de mercado. No entanto, a relação explicitada pelo estudo de Ryu, Ryu e Hwang (2017), no qual aponta que os efeitos da governança corporativa sobre o retorno das ações mudam de acordo com o ambiente do mercado e dos países. Essas peculiaridades ressaltadas por Chhaochharia *et al.* (2015) e Ryu, Ryu e Hwang (2017) podem justificar a não significância encontrada.

O coeficiente Beta demonstrou que a variação positiva de uma unidade na volatilidade da empresa diminui as chances de ocorrerem as práticas de governança corporativas equivalentes ao Novo Mercado. Visto que a razão de chances demonstra que as chances diminuem em -0.9230923% (0,0769077-1). Não obstante, o efeito marginal demonstra que a probabilidade de existir empresas com práticas de governança corporativas equivalente ao Novo Mercado diminui em 52,24%.

Assim, os resultados encontrados neste estudo são sustentados por achados que confrontam o risco não sistemático ao desempenho e, paralelamente, às práticas de governança corporativa. Pois, ambientes com proteção aos direitos dos acionistas “fracos” tendem a obter desempenho baixo (Gompers, Ishii & Metrick, 2003) e com isso o desempenho operacional também é insuficiente (Core, Guay & Rusticus, 2006).

Além disso, conforme a teoria da agência, existe a relação entre desempenho e governança corporativa, porém, a governança corporativa possui mecanismos avessos ao risco, o que impacta no desempenho das empresas (Michelberger, 2016). Logo, para gerenciar o coeficiente Beta alto, os gestores podem tomar a decisão de aderirem ao Novo Mercado.

Já a variável de desempenho econômico e financeiro, que representa o risco e retorno percebido pelo investidor, também diminui as chances de ocorrerem as práticas de governança corporativa equivalente ao Novo Mercado. Observa-se que a razão de chances (*odds ratio*) demonstra que um aumento em uma unidade no Q de Tobin diminui as chances de ocorrer tal prática em -0.1356316%, da mesma forma, o efeito marginal evidencia que a probabilidade diminui em aproximadamente -3%.

No entanto, o aumento do risco concomitantemente com desempenho percebido pelos investidores (Beta x QTobin) demonstra que eleva as chances de ocorrer as práticas de governança corporativa alvo em 13,43%, isto é equivalente a 2,6% de aumento na probabilidade. Este fato demonstra que o risco alto e retorno alto são indicativos de que os gestores necessitam rever as práticas de governança, no sentido de aumentá-las.

Assim, essa decisão pode ser atribuída à possível oportunidade de valorização das empresas ao aderirem ao novo mercado ou a necessidade de fiscalização maior. Além disso, é notado que o tempo também eleva as chances de ocorrerem as práticas de novo mercado, visto que os coeficientes referentes aos anos tendem a elevar as chances, esse resultado indica que as companhias tendem a atingir maturidade na bolsa de valores e refinando as suas práticas de gestão com o tempo.

5 CONCLUSÃO

O presente estudo analisou as chances de a competitividade de mercado, o risco não sistemático e o desempenho determinarem os níveis de governança corporativa do próximo exercício. Assim, o conjunto de práticas do novo mercado foi deixado em evidência por ser o nível mais exigente em relação às práticas de governança corporativa.

Os resultados demonstraram que as práticas de governança corporativas estão relacionadas aos fatores externos. Embora, os gestores não possam controlar o ambiente externo, como risco e desempenho percebido pelos investidores, é notada a influência sobre as chances de ocorrer às práticas de gestão das empresas.

Todavia, as influências externas não necessariamente levam as empresas a adquirirem determinado conjunto de práticas. Como pode ser observado, o risco não sistemático demonstrou ser

um contraponto à governança. O ambiente de risco desfavorece a tomada de decisão a favor da adoção de práticas de governança. Com exceção de quando a empresa possui volatilidade alta e desempenho alto, este fato indica que os gestores podem aderir às práticas de gestão para diminuir os riscos ou aproveitar oportunidades de captação de recursos com a possível adesão.

No mesmo sentido, a volatilidade dos ativos perante o mercado, descritos pelos coeficientes betas, também são reflexos dos retornos obtidos por meio das expectativas dos investidores. Embora os conjuntos de práticas de governança corporativas podem ser uma das formas de transparecer a confiança para os investidores, e por consequência, estabilizar a volatilidade dos ativos, as chances da adesão de novas práticas diminuem quando a volatilidade é alta. Pode-se atribuir este achado à incerteza do resgate da confiança dos investidores e aos custos dessas práticas.

A contribuição teórica desse modelo de classificação das práticas de governança corporativa pelo grau de competição do mercado, risco e desempenho é fundamentada pela evidência que o ambiente externo das empresas pode contrapor a adoção de mecanismos de governança corporativa.

Além disso, as implicações também relatam a complexidade da adoção de tais práticas diante desses ambientes, pois não somente perfazem sobre as decisões dos agentes internos, mas também, de acordo com a reação dos gestores ao ambiente externo.

Nesse sentido, os custos existentes podem fazer com que as práticas sejam abdicadas. Por outro lado, as exigências pelas certezas, isto é, a diminuição dos riscos, pode elevar o uso das práticas de gestão relacionadas à governança corporativa. Portanto, as práticas de governança são descritas como flexíveis devido ao vasto número de variáveis que possam determiná-las, incluindo as práticas de gestão que estão relacionadas aos comportamentos dos *stakeholders*.

Além das limitações descritas no método, este estudo tem como limitação a amostra, pois aborda apenas as empresas mais representativas e de mais negociabilidade no mercado de capitais brasileiro, mesmo que a liquidez beneficie as variáveis escolhidas. Para estudos futuros, sugere-se analisar outros mecanismos de governança das empresas, como por exemplo, número de membros dos conselhos, dualidade da administração, entre outros. E ainda, outros procedimentos metodológicos, como por exemplo, análise discriminante, testes de hipóteses, redes neurais, pois também podem contribuir com o mapeamento de como são tomadas as decisões de adquirir, manter ou abdicar das práticas de governo das empresas.

REFERÊNCIAS

- Ahmed, A. S. (1994). Accounting earnings and future economic rents: An empirical analysis. *Journal of Accounting and Economics*, 17(3), 377-400. Recuperado de: [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(94\)90034-5](https://doi.org/10.1016/0165-4101(94)90034-5)
- Almeida, J. E. F. (2010). *Qualidade da informação Contábil em ambientes competitivos*. Tese de Doutorado, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo. Recuperado de: <https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-29112010-182706/en.php>
- Araújo, L. A. D. (2005). *Risco e Competição Bancária no Brasil*. Universidade Federal do Ceará. Dissertação de Mestrado, Programa de Pós-Graduação em Economia, Universidade Federal do Ceará. Fortaleza. Recuperado de: <http://repositorio.ufc.br/handle/riufc/5172>
- Assaf Neto, A. (2009). *Mercado financeiro*. (9 ed) São Paulo. Editora Ática.
- Balakrishnan, K., & Cohen, D. (2011). *Product market competition, financial accounting misreporting and corporate governance: evidence from accounting restatements*. Working Paper, Stern School of Business, New York University. Recuperado de: http://web-docs.stern.nyu.edu/old_web/emplibary/BC_March_09.pdf

- Becht, M., Bolton, P., & Röell, A. (2003). Corporate governance and control. *Handbook of the Economics of Finance*, 1, 1-109.
- BM&FBOVESPA (2017). Segmentos de listagem. Recuperado de: http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/
- Brennan, M. J., & Zhang, Y. (2018). Capital asset pricing with a stochastic horizon. SSRN. Recuperado de: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1752654>
- Bushman, R. M., & Smith, A. J. (2001). Financial accounting information and corporate governance. *Journal of accounting and Economics*, 32(1), 237-333. Recuperado de: [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00027-1](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00027-1)
- Byun, H. S., Lee, J. H., & Park, K. S. (2014). Corporate Governance, Product Market Competition, and Payout Policy. *Seoul Journal of Business*. 32(1), 1-34. Recuperado de: <https://space.snu.ac.kr/handle/10371/92934?mode=simple>
- Calomiris, C. W., & Carlson, M. (2016). Corporate governance and risk management at unprotected banks: National banks in the 1890s. *Journal of Financial Economics*, 119(3), 512-532. Recuperado de: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2016.01.025>
- Chhaochharia, V., Grinstein, Y., Grullon, G., & Michaely, R. (2015). Product market competition and internal governance: Evidence from the Sarbanes–Oxley Act. *Management Science*, 63(5), 1405-1424. *AFA 2013 San Diego Meetings Paper, Forthcoming, Management Science, Johnson School Research Paper Series No. 18-2012*. Recuperado de: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2024733>
- Claessens, S., Yurtoglu, B. (2012). Corporate governance in emerging markets: A survey. SSRN. Recuperado de: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1988880>
- Core, J. E., Guay, W. R., & Rusticus, T. O. (2006). Does weak governance cause weak stock returns? An examination of firm operating performance and investors' expectations. *The Journal of Finance*, 61(2), 655-687. Recuperado de: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2006.00851.x>
- Demsetz, H. (1973). Industry structure, market rivalry, and public policy. *The Journal of Law and Economics*, 16(1), 1-9. Recuperado de: <https://www.jstor.org/stable/724822>
- Departamento de Justiça dos Estados Unidos da América (2010). Horizontal merger guidelines. Recuperado de: <https://www.justice.gov/atr/horizontal-merger-guidelines-08192010>
- Dyck, A., & Zingales, L. (2004). Private benefits of control: An international comparison. *The Journal of Finance*, 59(2), 537-600. Recuperado de: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00642.x>
- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency theory: An assessment and review. *Academy of management review*, 14(1), 57-74. Recuperado de: https://www.jstor.org/stable/258191?seq=1#metadata_info_tab_contents
- Famá, R., & Barros, L. A. B. C. (2001). Q de Tobin e seu uso em finanças: aspectos metodológicos e conceituais. In *Anais*. São Paulo: USP/FEA/PPGA. Recuperado de: <http://sistema.semead.com.br/5semead/Finan%E7as/Q%20de%20tobin.pdf>
- Fama, E. F., & French, K. R. (1993). Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of financial economics*, 33(1), 3-56. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(93\)90023-5](https://doi.org/10.1016/0304-405X(93)90023-5)
- Fávero, L. P., Belfiore, P., Silva, F. D., & Chan, B. L. (2009). *Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisões*. Rio de Janeiro: Campus.
- Ferreira, M. A., & Laux, P. A. (2007). Corporate governance, idiosyncratic risk, and information flow. *The Journal of Finance*, 62(2), 951-989. Recuperado de: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2007.01228.x>
- Giroud, X., & Mueller, H. M. (2011). Corporate governance, product market competition, and equity prices. *The Journal of Finance*, 66(2), 563-600. Recuperado de: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2010.01642.x>
- Gitman, L. J. (2010). *Princípios da administração financeira*. (12 ed) São Paulo. Pearson Prentice Hall.

- Gompers, P., Ishii, J., & Metrick, A. (2003). Corporate governance and equity prices. *The quarterly journal of economics*, 118(1), 107-156. Recuperado de: https://www.nber.org/system/files/working_papers/w8449/w8449.pdf
- Griffith, R. (2001). *Product market competition, efficiency and agency costs: an empirical analysis* (No. 01/12). IFS Working Papers, Institute for Fiscal Studies (IFS). Recuperado de: <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/71529/1/33016659X.pdf>
- Hair Jr., J. F. ., Babin, B. ., Money, A. H. ., & Samouel, P. . (2005). *Fundamentos de métodos de pesquisa em administração*. Porto Alegre: Bookman.
- Hou, K., & Robinson, D. T. (2006). Industry concentration and average stock returns. *The Journal of Finance*, 61(4), 1927-1956. Recuperado de: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2006.00893.x>
- Jensen, M. C. (2003). *A theory of the firm: governance, residual claims, and organizational forms*. Harvard University Press.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360. Recuperado de: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=94043
- Karuna, C. (2007). Industry product market competition and managerial incentives. *Journal of accounting and economics*, 43(2), 275-297. Recuperado de: <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2007.02.004>
- Kim, K. H., & Kim, T. (2016). Capital asset pricing model: A time-varying volatility approach. *Journal of Empirical Finance*, 37, 268-281. Recuperado de: <https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2016.01.014>
- Kothari, S. P. (2001). Capital markets research in accounting. *Journal of accounting and economics*, 31(1), 105-231. Recuperado de: [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00030-1](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00030-1)
- Lindenberg, E. B., & Ross, S. A. (1981). Tobin's q ratio and industrial organization. *Journal of business*, 54(1) 1-32. Recuperado de: <https://www.jstor.org/stable/2352631?seq=1>
- Lintner, J. (1965). The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets. *The review of economics and statistics*, 47(1), 13-37. Recuperado de: <https://pdfs.semanticscholar.org/c0ad/e23beea4ea33189ad983c62f496584efe3d0.pdf>
- Maksimovic, V., & Phillips, G. (2001). The market for corporate assets: Who engages in mergers and asset sales and are there efficiency gains?. *The Journal of Finance*, 56(6), 2019-2065. Recuperado de: <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00398>
- Marciukaityte, D., & Park, J. C. (2009). Market competition and earnings management. SSRN. 1-44. Recuperado de: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1361905>
- Michelberger, K. J. (2016). Risk Aversion in the Board Room. An Analytical Approach on Corporate Governance of German Stock-Listed Companies. *European Integration Studies*, (10), 135-144. Recuperado de: <https://pdfs.semanticscholar.org/35d8/da6cc0d4226a9466aa91a44da23987aeb059.pdf>
- Mossin, J. (1966). Equilibrium in a capital asset market. *Econometrica: Journal of the econometric society*, 34(4) 768-783. Recuperado de: <https://www.jstor.org/stable/1910098?seq=1>
- Nickell, S. J. (1996). Competition and corporate performance. *Journal of political economy*, 104(4), 724-746. Recuperado de: <http://www.jstor.org/stable/2138883>
- Oliveira, G. A. S. (2014). Indicadores de concorrência. *Conselho Administrativo de Defesa Econômica – CADE*. Brasília. Recuperado de: <http://antigo.cade.gov.br/aceso-a-informacao/publicacoes-institucionais/dee-publicacoes-anexos/documento-de-trabalho-02-2017>
- Oreiro, José Luis. (2017). A grande recessão brasileira: diagnóstico e uma agenda de política econômica. *Estudos Avançados*, 31(89), 75-88. <https://doi.org/10.1590/s0103-40142017.31890009>
- Ross, S. A. (1973). The economic theory of agency: The principal's problem. *The American Economic Review*, 63(2), 134-139. Recuperado de: <http://www.jstor.org/stable/1817064>

- Ryu, D., Ryu, D., & Hwang, J. H. (2017). Corporate governance, product-market competition, and stock returns: evidence from the Korean market. *Asian Business & Management*, 16(1-2), 50-91. Recuperado de: <https://ssrn.com/abstract=3161535>
- Sadka, G. (2006). The economic consequences of accounting fraud in product markets: Theory and a case from the US telecommunications industry (WorldCom). *American Law and Economics Review*, 8(3), 439-475. Recuperado de: [https://doi-org.ez71.periodicos.capes.gov.br/10.1093/aler/ahl012](https://doi.org.ez71.periodicos.capes.gov.br/10.1093/aler/ahl012)
- Schoar, A. (2002). Effects of corporate diversification on productivity. *The Journal of Finance*, 57(6), 2379-2403. Recuperado de: <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00500>
- Sharpe, W. F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *The journal of finance*, 19(3), 425-442. Recuperado de: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1964.tb02865.x>
- Shi, W., Connelly, B. L., & Hoskisson, R. E. (2017). External corporate governance and financial fraud: cognitive evaluation theory insights on agency theory prescriptions. *Strategic Management Journal*, 38(6), 1268-1286. Recuperado de: <https://doi.org/10.1002/smj.2560>
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The journal of finance*, 52(2), 737-783. Recuperado de: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>
- Silva, C. L. (2017). Competitividade e estratégia empresarial: um estudo de caso da indústria automobilística brasileira na década de 1990. *Revista da FAE*, 4(1), 35-48. Recuperado de: <https://revistafae.fae.edu/revistafae/article/view/454>
- Thompson Junior, A. A., & Formby, J. P. (1998). *Microeconomia da firma: teoria e prática*. PHB.