



Mecanismos Externos de Governança Corporativa no Brasil

External Corporate Governance Mechanisms in Brazil

Giovana Bueno¹, Karoline Nascimento², Jeferson Lana³, Marina Amado Bahia Gama⁴ e Rosilene Marcon⁵

RESUMO

Casos de escândalo envolvendo fracas práticas de governança corporativa (GC) são destaques em vários países, especialmente no Brasil. Este artigo tem como objetivo realçar a importância dos mecanismos externos de GC e a necessidade de se desenvolver mais estudos acerca desse tema no país. Por meio do levantamento bibliométrico, com análise de 432 artigos nacionais e internacionais, no período de 1990 a 2016, foi possível verificar que, no Brasil, há apenas seis estudos que citam os mecanismos externos de GC, mas apenas um deles operacionaliza esses mecanismos empiricamente. Em contrapartida, nos Estados Unidos, na China e na Inglaterra, há um avanço nos artigos a respeito do tema, justamente pelo comprometimento com as práticas de GC das empresas. Com os achados desta pesquisa, pretendeu-se contribuir, teórica e empiricamente, com a descrição do estado da arte das pesquisas referentes aos mecanismos externos de GC no Brasil e no mundo, a síntese do papel dos mecanismos externos como ferramentas complementares da transparência e da boa GC, e a indicação de futuras possibilidades de pesquisas que aprofundem a avaliação dos mecanismos externos e da interação deles com os mecanismos internos na redução de assimetrias de informação e de interesse entre os agentes envolvidos.

Palavras-chave: Mecanismos externos, Governança Corporativa, Análise bibliométrica.

ABSTRACT

Scandal cases involving weak corporate governance practices are prominent in several countries, especially in Brazil. This article aims to highlight the importance of external corporate governance mechanisms and the need to develop further studies on this topic in Brazil. Through the bibliometric survey, with an analysis of 432 national and international articles, from 1990 to 2016, it was possible to verify that in Brazil there are only six studies that cite the external mechanisms of corporate governance, but only one of them operationalizes these mechanisms empirically. On the other hand, in the United States, China and England there is an advance in articles on this subject, precisely because of the commitment to corporate governance practices of companies. With the findings of this research, the focus is to contribute

¹ Universidade do Vale do Itajaí (UNIVALI), Santa Catarina, Brasil. E-mail: giovanabueno2014@gmail.com

² Universidade do Vale do Itajaí (UNIVALI), Santa Catarina, Brasil. E-mail: karoln2015@gmail.com

³ Universidade do Vale do Itajaí (UNIVALI), Santa Catarina, Brasil. E-mail: jeff@rovian.com.br

⁴ Fundação Getúlio Vargas (EAESP), São Paulo, Brasil. E-mail: abgama@gmail.com

⁵ Universidade do Vale do Itajaí (UNIVALI), Santa Catarina, Brasil. E-mail: rmarcon@univali.br

theoretically and empirically to a) describe the state of the art of research on the external mechanisms of corporate governance in Brazil and in the world; b) synthesize the role of external mechanisms as complementary tools of transparency and good corporate governance; c) indicate future research possibilities that deepen the evaluation of external mechanisms and their interaction with internal mechanisms in reducing asymmetries of information and interest among the agents involved.

Keywords: *External mechanisms, Corporate governance, Bibliometric.*

1 INTRODUÇÃO

A governança corporativa (GC) é definida como o meio pelo qual os direitos da empresa, dos acionistas (*shareholders*) e das partes interessadas (*stakeholders*) são assegurados, para garantir que as partes atuem, de forma responsável, na geração, na proteção e na distribuição da riqueza investida na empresa (Aguilera & Cuervo-Cazurra, 2004; Aguilera, Desender, Bednar, & Lee, 2015). A teoria mais aplicada ao tema é a Teoria da Agência, cujos precursores foram Jensen e Meckling (1976). A sua essência está na separação de papéis entre o agente (tomadores de decisão) e o principal (pessoas que confiam as decisões a terceiros). Essa relação é fundamentada em contratos, em que o agente deve desempenhar uma tarefa em favor do principal. Entretanto, nem sempre o agente agirá em prol do melhor resultado para o principal, o que gera conflitos, considerados como problemas de agência. Com isso, os mecanismos de GC são criados com o objetivo de se reduzir esses conflitos.

Com o intuito de aprimorar os mecanismos e de desenvolver e melhorar as práticas de GC no Brasil, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), criado em 1995, vem trabalhando em códigos de boas práticas de governança, que tratam de transparência de informações, ética, controle, monitoramento e princípios básicos de boa governança, desde 1999, como lançamento do primeiro código. Nesse contexto, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) chegou a editar, em 2002, uma cartilha a respeito da adoção de boas práticas de governança das firmas, demonstrando, também, empenho no tratamento do tema, mas o conteúdo dessa cartilha, hoje, não se encontra mais plenamente atualizado, embora ainda sirva de referência.

Além disso, a B3 (antiga BM&FBOVESPA) definiu segmentos de listagem que distinguem as empresas pelo nível de aderência à GC (Biachi, Silva, Gelati, & Da Rocha, 2009), porém, na prática, ainda faltam esforços para melhorá-la. Ressalte-se a ocorrência de uma série de escândalos e problemas que envolvem práticas pouco transparentes nas empresas brasileiras e do mundo, a exemplo dos escândalos na Enron, na Petrobras e na OGX, cada vez mais presentes no dia a dia das corporações.

De forma a melhorar a GC e, com isso, reduzir os conflitos entre acionistas, funcionários e partes interessadas, são utilizados os mecanismos de governança, classificados como internos – gerados dentro da empresa – e como externos – gerados fora da empresa. Os mecanismos internos de governança são os mais citados na literatura, principalmente na nacional, entre os quais o conselho de administração e a estrutura de participação acionária (Biachi *et al.*, 2009; Silveira, 2006; Silveira, Barros, & Famá, R., 2003). No entanto, nem sempre os mecanismos internos são suficientes para assegurar a transparência e a boa governança, de modo que se faz necessário utilizar os mecanismos externos, descritos na literatura: sistema legal, mercado para o controle corporativo, auditoria externa, agências de *rating* (agências avaliadoras de risco), ativismo dos *stakeholders* e mídia (Aguilera *et al.*, 2015).

Embora os mecanismos externos sejam importantes para auxiliar nas boas práticas de governança, apenas nos últimos anos as pesquisas internacionais têm evidenciado a sua importância e a necessidade das empresas de reconhecê-los e de saber usá-los a seu favor.

O presente estudo tem como objetivo evidenciar as pesquisas nacionais e internacionais que tratam de mecanismos externos de GC e, mediante os resultados encontrados, apontar para a necessidade de se desenvolver mais pesquisas relativas a esse tema no Brasil, dada a sua importância para a melhoria das práticas de governança.

Por meio de um levantamento bibliométrico nas bases Ebsco e Periódicos Capes, no período de 1990 a 2016, foram analisados 432 artigos nacionais e internacionais relacionados ao tema. Em 9% da amostra, os autores utilizam a terminologia mecanismos externos de governança, que corresponde a 38 artigos. Desses, 30% são autores vinculados a instituições norte-americanas, seguidos pela China (16%), Inglaterra (13%) e Austrália (12%). O Brasil representa 4% das publicações.

Com os achados desta pesquisa, pretende-se contribuir, teórica e empiricamente, com (i) a descrição do estado da arte das pesquisas referentes aos mecanismos externos de GC no Brasil e no mundo, (ii) a síntese do papel dos mecanismos externos como ferramentas complementares da transparência e da boa GC, e (iii) a indicação de futuras possibilidades de pesquisas que aprofundem a avaliação dos mecanismos externos e da interação deles com os mecanismos internos na redução de assimetrias de informação e de interesse entre os agentes envolvidos.

Na sessão seguinte, será tratada a teoria sobre governança corporativa e seus mecanismos externos. As próximas sessões descrevem os aspectos metodológicos, os resultados, as discussões e as considerações finais deste estudo.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Esta seção visa resgatar as discussões centrais a respeito de desempenho, GC e crise econômica, que consistem no arcabouço teórico necessário para se atingido objetivo desta pesquisa.

2.1 Governança corporativa

A governança corporativa (GC) começou a ser discutida, nos Estados Unidos da América, à partir de 1970 e tem se tornado um tema extremamente importante entre acadêmicos, reguladores, executivos e investidores (Cheffins, 2014). A GC é entendida como um conjunto de mecanismos de controle, utilizados nas grandes corporações, a fim de reduzir os problemas de agência, gerados por conflitos advindos da ação do agente a seu favor, e não em favor da firma (Jensen & Meckling, 1976). Ainda, pode ser conceituada como um conjunto de mecanismos institucionais e mercadológicos que induzem o interesse dos acionistas (*shareholders*) da empresa que tomam decisões, as quais maximizem o valor da empresa e de seus proprietários (Armitage, Hou, Sarkar, & Talaulicar, 2017; Denis & McConnell, 2003). Os elementos que compõem uma boa GC são: (i) proteção aos direitos das partes interessadas e meios para fazer valer esses direitos, monitorando os executivos e responsabilizando-os; (ii) intermediação da relação entre os diferentes interesses e as demandas de vários órgãos internos e externos; (iii) divulgação das informações de forma transparente; e (iv) comprometimento com a ética para com a empresa. A GC é o fator essencial para manter a empresa com relacionamento transparente, ético e produtivo entre as partes interessadas, sejam essas *stakeholders*, *shareholders* e agentes (Aguilera *et al.*, 2015).

Grande parte da literatura sobre GC foi desenvolvida com enfoque no mercado norte-americano, que difere do mercado brasileiro. Nos Estados Unidos, a maior parte das firmas é de propriedade difusa, com dispersão da base acionária e sem separação clara entre propriedade, controle e gestão (Aguilera *et al.*, 2015). No Brasil, as firmas têm estrutura de propriedade concentrada, com acionista controlador, e não há divisão clara entre propriedade, controle e gestão (Silveira, Leal, Carvalhal, & Barros, 2013). Com essas características, há maior conflito entre acionistas controladores, minoritários e gestores, por não haver transparência entre as partes interessadas. Um dos principais desafios é fazer com que as empresas aprimorem seus mecanismos internos e externos de governança, de forma a assegurar melhor rentabilidade a todos os acionistas e às partes interessadas (Silveira, 2005).

2.2 Mecanismos de governança corporativa

Os mecanismos de GC, necessários para assegurar que as firmas garantam maior rentabilidade a partes interessadas, acionistas, fornecedores, clientes, funcionários, podem ser classificados como internos e externos (Walsh & Seward, 1990), e se diferenciam, pois, nos mecanismos internos, as boas práticas de governança partem de dentro da firma para fora, ao passo que, nos mecanismos externos, as boas práticas de governança vêm de fora da empresa e a pressionam a agir de forma mais transparente (Aguilera *et al.*, 2015).

Os mecanismos internos de governança corporativa são considerados o conselho de administração e a estrutura de participação acionária (Aguilera *et al.*, 2015). O conselho de administração tem sido amplamente pesquisado na arena acadêmica e existe para demitir, contratar, monitorar e compensar os gestores, com o objetivo de maximizar o valor da firma (Adams, Almeida, & Ferreira, 2005; Hillman & Dalziel, 2003; Morck, Shleifer, & Vishny, 1988). No entanto, na prática, essas ações são menos claras, pois o presidente da empresa, muitas vezes, pertence ao conselho de administração da própria empresa. Com isso, o processo de escolha dos membros do conselho não é tão transparente, e a composição e as ações do conselho nem sempre são claras (Aguilera *et al.*, 2015; Armitage *et al.*, 2017; Denis & McConnell, 2003). Com relação à estrutura de participação acionária, também objeto de muitos estudos, evidencia-se que o controle e a propriedade são totalmente separados (Denis & McConnell, 2003). Muitas vezes, quem tem propriedade, tem um pouco de controle, e vice-versa. Portanto, um importante elemento desse mecanismo é identificar os integrantes da estrutura acionária, a quantidade de ações que possui cada membro e a posição desses com relação à empresa (Fama & Jensen, 1983). Na medida em que os interesses dos gestores e dos acionistas não são totalmente alinhados, uma maior participação de capital pode fornecer aos gestores maior liberdade para perseguir seus próprios objetivos, sem medo de represálias, isto é, ele pode entrincheirar outros gestores. Assim, o efeito final da gestão de propriedade no valor da empresa depende do equilíbrio entre os efeitos de alinhamento e entrincheiramento dos gestores (Armitage *et al.*, 2017; Denis & McConnell, 2003).

No Brasil, estudos empíricos acerca de mecanismos internos de governança evidenciam que empresas que separam o cargo de diretor executivo do cargo de presidente do conselho de administração são mais valorizadas pelo mercado (Monteiro, Oliveira, Marcon, & Alencar, 2014; Silveira *et al.*, 2003). A melhoria da composição do conselho de administração impacta na maior transparência das práticas de governança (Zagatti & Ribeiro, 2005). Além disso, na medida em que as empresas com boas práticas de governança tenham mais acesso a recursos a um custo menor, provavelmente haverá uma constatação mais nítida do impacto da governança sobre o desempenho (Silveira, 2006). Por fim, não menos importante, um recente

estudo mostrou que a presença de acionistas estrangeiros nas empresas brasileiras melhora as práticas de governança, a rentabilidade e a transparência (Simoes & Carvalhal, 2016).

Embora existam muitos estudos a respeito de mecanismos internos de GC, eles nem sempre são suficientes para garantir as boas práticas de governança nas empresas (Aguilera *et al.*, 2015), pois, às vezes, são fracos e falhos. Para tanto, é necessário fazer uso de mecanismos externos de governança, que auxiliem as empresas a manter a ética e a transparência e a mediar as relações entre as partes interessadas. No entanto, estudos empíricos acerca dos mecanismos externos são limitados, na literatura de GC mundial, e esse quadro agrava-se quando se trata de estudos brasileiros e de outras economias emergentes, nas quais a gestão da GC pode ser ainda mais desafiadora (Armitage *et al.*, 2017).

2.3 Mecanismos externos de governança corporativa

Quando os mecanismos internos de governança falham, há um incentivo para que sejam ativados os mecanismos externos de governança (Aguilera *et al.*, 2015; Walsh & Seward, 1990). Há, na literatura, seis mecanismos que se originam fora da empresa e que ajudam a garantir que os executivos respeitem os direitos e os interesses da empresa e atuem de forma transparente. Os mecanismos externos são eficientes quando têm capacidade de influenciar diretamente a GC das empresas e os mecanismos internos, ou seja, os mecanismos externos podem ajudar a explicar parte do desempenho das empresas, quando esse não é explicado pelos mecanismos internos de governança. Os seis mecanismos externos são os seguintes: sistema legal, mercado para o controle corporativo, auditoria externa, agências de *rating*, ativismo dos *stakeholders* e mídia (Aguilera *et al.*, 2015).

2.3.1 Sistema legal

O primeiro mecanismo externo é o sistema legal, que trata de uma série de estruturas e processos utilizados para garantir o cumprimento da lei. Ele estabelece como os direitos de propriedade e as regulações são definidas e cumpridas: são as normas e os princípios estabelecidos nas bolsas de valores, nas instituições, nos grupos de interesse e na sociedade (Aguilera *et al.*, 2015). Quando se trata de mecanismo externo, o sistema legal é fundamental, pois delimita toda a estrutura da empresa por meio dos direitos e das responsabilidades de todas as partes envolvidas (Aguilera & Cuervo-Cazurra, 2004; Armitage *et al.*, 2017). Ademais, delimita a finalidade da empresa, a relação com as partes interessadas, as regras de falência e de liquidação, a forma de distribuição dos recursos, entre outros aspectos. Estudos apontam a importância da proteção legal ao investidor e as diferenças da GC entre os países (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, & Vishny, 2000). Em suma, o sistema legal como mecanismo externo é amplo e molda a maioria das dimensões da GC, tais como regulamentação, fechamento de empresa, incorporações, distribuição de recursos, aspectos interessantes que podem ser mais bem explorados, inclusive no Brasil.

2.3.2 Mercado para o controle corporativo

O segundo mecanismo externo é o de mercado para o controle corporativo, utilizado quando o valor da firma fica muito distante do valor que ela deveria ter de mercado. Assim, há um incentivo para que os *shareholders* externos adquiram o controle da empresa (Denis & McConnell, 2003). Esse mecanismo é baseado na lógica de que os mercados operaram, em parte, para disciplinar os gestores e os conselhos de administração. A eficácia do mercado para as empresas é embasada em incentivos administrativos. Particularmente, a ameaça de

aquisições atua como forte motivador para os executivos no gerenciamento dos ativos da empresa no melhor interesse dos acionistas, em vez de no seu próprio interesse, para, desse modo, evitar perda do cargo e danos à sua reputação gerencial (Aguilera *et al.*, 2015). Estudos apontam que o mercado para o controle corporativo pode ser eficaz, em alguns casos, e fornecem bons exemplos de autores, usando choques exógenos, que afetam o mercado de tomada de controle para avaliar a eficácia desse mecanismo (Bertrand & Mullainathan, 2003; Giroud & Mueller, 2011).

2.3.3 Auditoria externa

O terceiro mecanismo é o dos auditores externos, em que os controladores mitigam o problema de expropriação do minoritário, contratando uma auditoria externa de grande reputação. A finalidade da auditoria externa é expressar uma opinião externa, indicando que (1) as demonstrações financeiras, como um todo, são livres de distorções relevantes, seja devido a fraude ou a erro, e que (2) eles são apresentados de forma justa, de acordo com as normas de contabilidade vigentes. Ao emitir tais pareceres, os auditores externos aumentam o grau de confiança que os usuários pretendidos podem colocar nas demonstrações financeiras. Como tal, os auditores externos são considerados integrantes dos mecanismos externos de GC (Desender, Aguilera, Crespi, & Garcia-Cestona, 2013). No Brasil, há uma norma da CVM, segundo a qual o auditor deve ser trocado entre cinco e dez anos, como forma de proteção ao acionista minoritário.

2.3.4 Agências de rating

O quarto mecanismo externo são as agências de *rating*, que têm o papel de reduzir a assimetria de informação entre agentes e acionistas, oferecendo melhores informações acerca do desempenho da empresa e de suas práticas de governança. Há literatura em análise financeira que trata desse tema e de seus impactos (Chen & Crossland, 2014), como, por exemplo, a redução da assimetria de informação entre *stakeholders* e empresa via *ratings* negativos que aumentam a pressão sobre o conselho de administração para demitir o presidente (Wiersema & Zhang, 2011). Há estudos que mostram que os *ratings*, de certa forma, têm influência para pressionar as firmas a mudar sua conduta de governança (Daines, Gow, & Larcker, 2010).

2.3.5 Ativismo dos stakeholders

O quinto mecanismo externo de governança é o do *stakeholder* ativista, que reflete a pressão externa por políticas e práticas da empresa. Muitas vezes, os ativistas usam a posição como acionista minoritário para influenciar, ativamente, as políticas e as práticas da empresa (Sjöström, 2008). São dois os motivos que levam ao ativismo do acionista: o financeiro e o social. Nas duas formas, os ativistas têm conseguido influenciar a governança das empresas em que atuam. Há ampla literatura que aborda o acionista ativista em finanças (Gillan & Starks, 2007; Thomas & Cotter, 2007) e o ativismo social (Sjöström, 2008; Tkac, 2006). Às vezes, os *stakeholders* que não possuem ações da empresa passam, também, a exercer pressão significativa sobre as empresas (Bakker, Hond, King, & Weber, 2013). No Brasil, faltam estudos que abordem essa literatura com a lente de mecanismo externo de GC.

2.3.6 Mídia

Por fim, mas não menos importante, o sexto mecanismo externo de GC, a mídia, pode influenciar as ações da empresa em relação a sua adequação a melhores práticas de GC, além

de exercer funções de monitoramento e controle, agindo, muitas vezes, como um cão de guarda da empresa (Bednar, 2012; Miller, 2006). É, também, considerada como um recurso estratégico, que pode aumentar o desempenho de determinadas empresas (Deephouse, 2000). Três mecanismos são subjacentes ao efeito disciplinar da difusão de notícias da mídia: a redução de assimetria de informação, as preocupações com o risco de litígio e com a riqueza pessoal e a reputação dos gestores (Dai, Parwada, & Zhang, 2015). A cobertura exercida pela mídia não é apenas um reflexo da realidade, já que pode ter efeitos importantes sobre a própria realidade e, em particular, sobre a GC (Dyck, Volchkova, & Zingales, 2008). As avaliações da mídia são capazes de influenciar, significativamente, as decisões das firmas relativas à alocação de recursos e à mudança estratégica. Observa-se que o desempenho positivo da empresa ameniza o efeito da cobertura negativa da mídia sobre sua mudança estratégica (Bednar, Boivie, & Prince, 2013). O nível e o tom da atenção da mídia têm impacto na redução de valor sobre o capital de reputação dos gestores e desempenham um papel no alinhamento dos interesses dos gestores e dos acionistas (Liu & McConnell, 2013).

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Este estudo busca analisar a produção científica nacional e internacional acerca do tema mecanismos externos de GC. Para tanto, utiliza-se de um levantamento bibliométrico nas bases Ebsco e Periódicos Capes. O intervalo de tempo analisado compreende os anos de 1990 a 2016. A escolha desse intervalo específico justifica-se por ser o período em que os debates do tema ganharam forças após os graves escândalos contábeis de importantes empresas. Essas discussões envolveram acadêmicos, investidores e legisladores, repercutindo no desenvolvimento de teorias e marcos regulatórios. Em 1992, por exemplo, foi publicado, na Inglaterra, o Relatório Cadbury, considerado o primeiro código de boas práticas de GC. Nesse mesmo ano, foi divulgado o primeiro código de GC elaborado por uma empresa, a General Motors (GM), nos Estados Unidos. No Brasil, na década de 1990, o movimento por boas práticas mostrou-se mais dinâmico a partir das privatizações e da abertura do mercado nacional. Em 1995, com o objetivo de influenciar a sociedade na adoção de práticas transparentes, responsáveis e equânimes na gestão das empresas, foi criado o Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração (IBCA). Em 1999, o IBCA passou a ser intitulado Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), como é conhecido atualmente, e lançou seu primeiro Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa (IBGC, 2017).

3.1 Amostra e coleta de dados

Para a seleção da amostra, adotaram-se os seguintes critérios: a) artigos publicados em periódicos (publicações em anais de congressos e eventos não foram considerados); b) periódicos das áreas de administração, economia e contabilidade com fator de impacto maior que 0 (zero); c) periódicos revisados por especialistas; d) artigos inseridos na temática de GC. Para atender a esses critérios, foram utilizados os filtros nas bases pesquisadas, apresentados na Tabela 1.

As palavras-chave foram escolhidas seguindo-se a classificação de mecanismos externos de governança de Aguilera *et al.* (2015): sistema legal, mercado para o controle corporativo, auditoria externa, agências de *rating*, ativismo dos *stakeholders* e mídia. As palavras foram pesquisadas nos idiomas inglês e português. A justificativa para a escolha dessa classificação ocorreu por se tratar da pesquisa mais recente que reúne diversos trabalhos acerca do tema. Aguilera *et al.* (2015) elaboraram essa classificação a partir de um ensaio teórico

efetuado com o objetivo de revisar e organizar a pesquisa atual concernente aos mecanismos externos de GC. Eles reuniram perspectivas teóricas que explicavam a influência dos mecanismos externos na proteção dos direitos do detentor, no gerenciamento das relações com as partes interessadas, na divulgação das informações e na orientação estratégica e ética das empresas.

Tabela 1
Filtros de pesquisa

| Palavra-chave | Termo booleano | Palavra-chave | Palavra-chave | Expansores | Limitadores | Tipos de documentos |
|--------------------------------------|----------------|-----------------------------|-------------------|-------------------------------|--|---|
| <i>External governance mechanism</i> | | | | | | |
| <i>Legal system</i> | | | | | Texto completo | |
| <i>Market for corporate control</i> | <i>And</i> | <i>Corporate governance</i> | <i>Governance</i> | Aplicar assuntos equivalentes | Revistas acadêmicas analisadas por especialistas | Revistas acadêmicas Periódicos científicos |
| <i>External audit</i> | | | | | | |
| <i>Rating organizations</i> | | | | | | |
| <i>Stakeholder activism</i> | | | | | | |
| <i>Media</i> | | | | | | |

A amostra inicial foi de 667 artigos. A etapa seguinte consistiu da checagem e da conferência dos termos. Para tanto, os resumos dos artigos baixados foram lidos, e aqueles artigos cujos objetivos não estavam alinhados ao tema deste estudo, embora contivessem as palavras-chave aqui descritas, foram eliminados da amostra. Por exemplo, em alguns casos, a palavra-chave “mecanismos externos de governança” estava no referencial do artigo como forma de contextualizá-lo, no entanto, a abordagem era sobre governança em um sentido mais amplo ou um mecanismo interno de governança observado de maneira isolada. Após essa triagem, a amostra final foi de 432 artigos. A Tabela 2 apresenta as palavras-chave e a quantidade de artigos analisados no período.

Tabela 2
Amostra final

| Palavras-chave | #nacionais | #internacionais | Total |
|-------------------------------------|------------|-----------------|-------|
| Mecanismos externos de governança | 1 | 37 | 38 |
| Sistema legal | 6 | 30 | 36 |
| Mercado para o controle corporativo | 1 | 213 | 214 |
| Auditoria externa | 8 | 77 | 85 |
| Agências de <i>rating</i> | 1 | 2 | 3 |
| Ativismo dos <i>stakeholders</i> | 1 | 6 | 7 |
| Mídia | 2 | 47 | 49 |
| Total | 20 | 412 | 432 |

Para a análise dos dados, utilizou-se a técnica de análise de conteúdo, com a leitura dos resumos dos artigos da amostra e a categorização dos temas. Nessa etapa, agruparam-se os artigos cujo termo utilizado nos seus estudos tenha sido mecanismos externos de governança, especificamente. Os demais artigos, aqueles que não utilizaram esse termo, foram agrupados de acordo com o mecanismo externo correspondente. Essa divisão foi necessária porque se observou que, em grande número de artigos, os mecanismos eram analisados separadamente, e

não denominados como mecanismos externos, embora seja possível considerá-los como tais. Para evitar qualquer tipo de erro de análise ou uso de critérios de interpretação livre por parte dos autores deste trabalho, optou-se por dar prosseguimento à pesquisa com essas considerações.

Os artigos com a palavra-chave mecanismos externos de governança, por ser o foco principal desta pesquisa, receberam uma análise mais criteriosa e foram assim categorizados: ano da publicação do artigo, periódico em que o artigo foi publicado, nome do(s) autor(es) do artigo, país da instituição de origem do(s) autor(es), abordagem (teórica ou empírica), método (qualitativo ou quantitativo), mecanismos externos estudados (variáveis) e tema abordado. As classificações dos termos de acordo com as categorias previamente estipuladas estão delineadas na Tabela 3.

Tabela 3
Categorias

| Categorias | Crítérios de Classificação | Fonte (ou origem) dos dados |
|-------------------|---|---|
| Ano | Ano em que o artigo foi publicado | Referência de autoria do artigo |
| Periódico | Nome do periódico | Referência de autoria do artigo |
| Autor | Nome do(s) autor(es) do artigo | Referência de autoria do artigo |
| País | Origem da instituição a que o(s) autor(es) se vinculam | Dados complementares do(s) autor(es) localizados nas informações de autoria do artigo |
| Abordagem | Abordagem metodológica do artigo (estudo teórico ou empírico) | Resumo, introdução ou metodologia |
| Método | Abordagem qualitativa ou quantitativa | Resumo, introdução ou metodologia |
| Mecanismo Externo | Mecanismos externos estudados | Resumo, introdução ou metodologia |
| Tema | Tema abordado como objetivo do artigo | Resumo ou introdução |

A análise de conteúdo foi aplicada nos resumos dos artigos, e, nos casos em que os resumos não apresentaram todas as informações pesquisadas, optou-se pela leitura da introdução e da metodologia, para que, dessa forma, todas as informações referentes às categorias fossem preenchidas. Os resultados serão apresentados na sequência e foram divididos pelas categorias analisadas. Ao final, apresenta-se uma síntese dos artigos brasileiros encontrados.

4 RESULTADOS

Os resultados da análise, conforme a Tabela 4, demonstram que dois mecanismos foram foco de maior número de pesquisas dentro do período analisado. São eles: mercado para o controle corporativo, com 49%, e auditoria externa, com 19% do total da amostra.

O mecanismo mercado para o controle corporativo é o único presente em todas as publicações do período. Os demais mecanismos são estudados a partir do final dos anos 90 do século passado e do início de 2000. Os estudos que utilizaram o termo mecanismo externo de governança correspondem a 9% da amostra e ganharam força nos anos de 2012 e de 2015, ambos com 18% entre os artigos desse tema. O sistema legal corresponde a 8% do total da amostra e a utilização desse mecanismo foi relatada com maior frequência em 2009, com 19%. Para o mercado para o controle corporativo foi 2015 o ano com o maior número de publicações, correspondente a 11%, e, para auditoria externa, o ano de maior destaque foi 2011, com 15%. Os estudos com o mecanismo ativismo dos *stakeholders* correspondem a 2% da amostra, e o ano em que mais houve publicações foi 2008, com 24%. As agências de *rating* correspondem a 1% da amostra, com estudos nos anos de 2007, 2012 e 2013. As pesquisas com o mecanismo mídia correspondem a 11% da amostra, e o ano com maior destaque foi 2012, com 12%.

Tabela 4
Artigos por ano

| Ano | Mecanismos externos de governança | Sistema legal | Mercado para o controle corporativo | Auditoria externa | Ativismo dos <i>stakeholders</i> | Agências de <i>rating</i> | Mídia |
|-----------|-----------------------------------|---------------|-------------------------------------|-------------------|----------------------------------|---------------------------|-------|
| 1990 | 0% | 0% | 1% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| 1991 | 0% | 0% | 1% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| 1992 | 0% | 0% | 2% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| 1993 | 0% | 0% | 1% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| 1994 | 0% | 0% | 1% | 1% | 0% | 0% | 0% |
| 1995 | 0% | 0% | 1% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| 1996 | 0% | 0% | 2% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| 1997 | 0% | 0% | 1% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| 1998 | 0% | 0% | 1% | 0% | 0% | 0% | 2% |
| 1999 | 3% | 0% | 1% | 1% | 0% | 0% | 2% |
| 2000 | 0% | 3% | 1% | 0% | 0% | 0% | 4% |
| 2001 | 0% | 0% | 0% | 1% | 0% | 0% | 2% |
| 2002 | 3% | 6% | 2% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| 2003 | 3% | 0% | 3% | 1% | 0% | 0% | 2% |
| 2004 | 0% | 0% | 1% | 0% | 0% | 0% | 2% |
| 2005 | 0% | 8% | 4% | 4% | 0% | 0% | 6% |
| 2006 | 3% | 14% | 7% | 4% | 0% | 0% | 0% |
| 2007 | 0% | 0% | 7% | 9% | 14% | 33% | 4% |
| 2008 | 5% | 6% | 7% | 6% | 29% | 0% | 8% |
| 2009 | 11% | 19% | 7% | 7% | 0% | 0% | 10% |
| 2010 | 3% | 6% | 5% | 7% | 0% | 0% | 8% |
| 2011 | 13% | 11% | 10% | 15% | 0% | 0% | 10% |
| 2012 | 18% | 6% | 7% | 11% | 14% | 33% | 12% |
| 2013 | 13% | 6% | 4% | 6% | 14% | 33% | 4% |
| 2014 | 8% | 11% | 7% | 8% | 14% | 0% | 8% |
| 2015 | 18% | 3% | 11% | 11% | 14% | 0% | 10% |
| 2016 | 0% | 3% | 3% | 8% | 0% | 0% | 4% |
| Total (%) | 9% | 8% | 49% | 19% | 2% | 1% | 11% |

4.1 Mecanismos externos de governança

Pelo fato de mecanismos externos de governança ser o tema principal desta pesquisa, os próximos resultados demonstrados foram extraídos de uma análise focada somente nos dados que correspondem a esse termo. Do total da amostra, 9%, ou seja, 38 artigos, utilizaram esses termos em seus estudos, mostrados na Figura 1, categorizados por periódicos em destaque. Os três periódicos que mais se destacaram, com maior número de artigos publicados acerca do tema, foram *Corporate Governance*, com 18%, seguido do *Journal of Business Ethics*, com 8%, e *Asia Pacific Journal of Management*, com 5% da amostra. Os demais

periódicos representam 3% cada um, entre os artigos desse tema específico. O maior número de publicações concentra-se nos Estados Unidos, significando que 30% dos artigos publicados são de autores pertencentes a instituições localizadas naquele país, conforme as Figuras 1 e 2, seguido da China (16%), da Inglaterra (13%) e da Austrália (12%). O Brasil representa 4% das publicações.

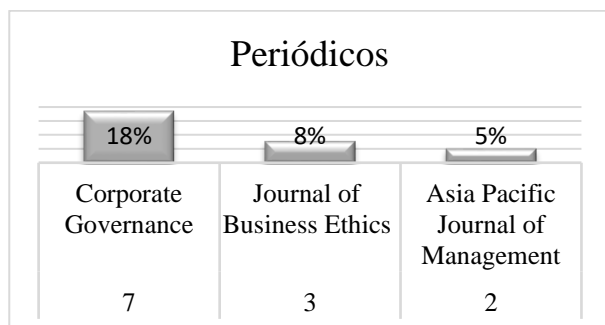


Figura 1. Gráfico representativo da categoria Periódicos

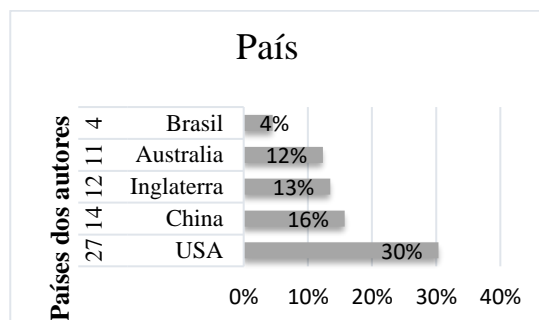


Figura 2. Gráfico representativo da categoria País

Quanto aos aspectos metodológicos desses estudos, a abordagem mais utilizada foi a empírica, com 87%, e o método mais utilizado foi o quantitativo, com 87%, conforme a Figura 3 e a Figura 4, respectivamente.

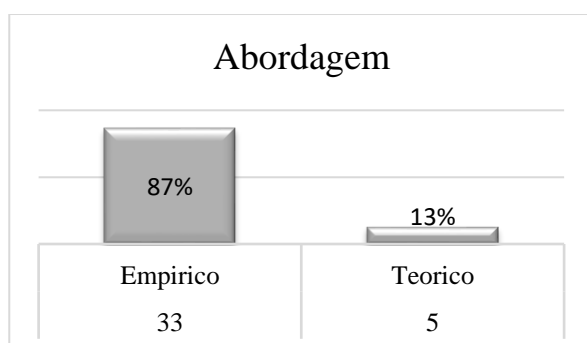


Figura 3. Gráfico representativo da categoria abordagem

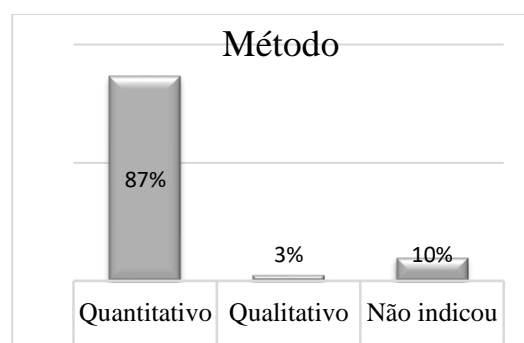


Figura 4. Gráfico representativo da categoria Método

A Tabela 5 apresenta todos os temas abordados pelos 38 artigos, com foco em mecanismos externos de governança.

Tabela 5

Resumo por categoria de temas abordados

| Ano | Autor | Tema | Mecanismo externo (variáveis) |
|------|--------------------------|---|--|
| 1999 | O'Sullivan e Diacon | Mecanismos externos e internos de governança nas empresas inglesas | Auditoria externa |
| 2002 | Weir, Laing e Mcknight | Mecanismos internos e externos de governança nas empresas públicas | Mercado para o controle corporativo |
| 2003 | Denis e McConnel | Estudo teórico sobre mecanismos externos e internos de governança | Sistema legal, mercado para o controle corporativo |
| 2006 | Jobome | Mecanismos externos e internos de governança e eficiência | Sistema legal, mídia |
| 2008 | Almer, Gramling e Kaplan | Mecanismos externos e internos de governança na credibilidade da empresa e na percepção de investidores não profissionais | Auditoria externa |

Tabela 5 (continuação)

| Ano | Autor | Tema | Mecanismo externo (variáveis) |
|------|------------------------------------|---|---|
| 2008 | Corbett | A responsabilidade social corporativa como catalisadora na geração dos mecanismos de governança | Sistema legal |
| 2009 | Bassem | Mecanismos de governança e desempenho das instituições microfinanceiras euro-mediterrânicas | Auditoria, agências de <i>rating</i> , sistema legal |
| 2009 | Broye | Taxas de auditoria externa e adoção voluntária dos comitês de auditoria | Auditoria externa |
| 2009 | Lin, Ma e Su | Mecanismos de governança corporativa e a eficiência da firma | Mercado para o controle corporativo |
| 2009 | Tipurić, Tušek e Filipović | Mecanismos externos e internos de supervisão na governança corporativa | Auditoria externa |
| 2010 | Filatotchev e Nakajima | Mecanismos internos e externos de governança com uma abordagem organizacional | Mercado para o controle corporativo |
| 2011 | Campbell, Ghosh, Petrova e Sirmans | Mecanismos internos e externos de governança corporativa e risco | Mercado para o controle corporativo |
| 2011 | Isahak, Sanusi e Sulong | A importância dos múltiplos papéis dos mecanismos externos de monitoramento | Auditoria externa |
| 2011 | Jiang e Peng | Mecanismos de governança e proteção dos acionistas minoritários | Analistas de mercado, mercado para o controle corporativo, ativismo dos <i>stakeholders</i> |
| 2011 | Jo e Harjoto | Mecanismos externos e internos e escolha do envolvimento da responsabilidade social corporativa | Mercado para o controle corporativo, Sistema legal |
| 2011 | Yang, Shi e Young | Revisão dos mecanismos internos e externos de governança corporativa na China | Sistema legal |
| 2012 | Huyghebaert e Wang | Mecanismos de governança e conflito de interesses entre investidores majoritários e minoritários na China | Ativismo dos <i>stakeholders</i> |
| 2012 | Jonghe, Disli e Schoors | Mecanismos de governança e eficiência dos bancos | Auditoria externa |
| 2012 | Kowalewski | Mecanismos de governança e desempenho de fundos de pensão | Sistema legal |
| 2012 | Reyna | Mecanismos de governança corporativa e criação de valor, condicionada ao ambiente institucional | Mercado para o controle corporativo |
| 2012 | Su e He | Estrutura de propriedade, governança e produtividade na China | Auditoria externa |
| 2012 | Shan | Mecanismos externos e internos na perspectiva do conflito principal | Auditoria externa |
| 2012 | Wu | Qualidade da governança corporativa e credibilidade | Mercado para o controle corporativo, ativismo dos <i>stakeholders</i> |
| 2013 | Belghitar e Khan | Características das firmas e dos mecanismos de governança | Ativismo dos <i>stakeholders</i> |
| 2013 | Hoque, Rabiulislam e Azam | Comitês do conselho e desempenho das empresas australianas | Auditoria externa |
| 2013 | Khan, Muttakin e Siddiqui | Governança corporativa e divulgações de responsabilidade social corporativa nas firmas de Bangladesh | Sistema legal |

Tabela 5 (continuação)

| Ano | Autor | Tema | Mecanismo externo (variáveis) |
|------|---|---|---|
| 2013 | Su e Lee | Mecanismos de governança corporativa na tomada de riscos das empresas familiares de Taiwan | Auditoria externa |
| 2013 | Desender, Aguilera, Crespi e Garcia-Cestona | Estrutura de propriedade, conselho e relação com auditoria externa | Sistema legal, mercado para o controle corporativo |
| 2014 | Kim e Ozdemir | Conselho (protetor ou criador) nas firmas em diferentes países | Mercado para o controle corporativo |
| 2014 | Sapra, Subramanian e Subramanian | Mecanismos externos e internos de governança e inovação | Agências de rating (Analista financeiro) |
| 2014 | Monteiro, Oliveira, Marcon e Alencar | Fusões e aquisições no mercado brasileiro e sua função como mecanismo externo de governança | Sistema legal |
| 2015 | Chen, Luo, Tang e Tong | Sucessão de CEO e efeito moderador dos mecanismos de governança | Mercado para o controle corporativo, ativismo dos <i>stakeholders</i> |
| 2015 | Estape-Dubreuil e Torreguitar-Mirada | Mecanismos de governança e desempenho social e financeiro | Sistema legal, mercado para o controle corporativo, auditoria externa, ativismo dos <i>stakeholders</i> , agências de <i>rating</i> e mídia |
| 2015 | Guo, Lach e Mobbs | Mecanismos internos e externos de governança em empresas públicas após a Lei Sarbanes-Oxley (SOX) | Sistema legal |
| 2015 | Aguilera, Desender, Bednar e Lee | Revisão das pesquisas atuais acerca dos mecanismos externos de governança | Mercado para o controle corporativo |
| 2015 | Massa, Zhang e Zhan | <i>Short selling</i> e remuneração dos executivos | Ativismo dos <i>stakeholders</i> |
| 2015 | McCann e Ackrill | Mecanismos internos e externos de governança e negociações de aquisições de empresas | Auditoria externa |
| 2015 | Price, Salas e Sirmans | Mecanismos de governança e compensação do CEO | Auditoria externa |

Enquanto as publicações internacionais estão em evolução, no Brasil ainda há poucos estudos acerca do tema mecanismos externos de governança. Nas publicações internacionais, é possível notar que o termo utilizado para mecanismos externos realmente destina-se à verificação de tais mecanismos, diferentemente do que ocorre nos estudos brasileiros. Observou-se que, dos seis artigos brasileiros encontrados, conforme a Tabela 6, somente um atendeu aos critérios desta pesquisa. Os demais estudos apresentavam a palavra-chave correspondente, mas, ao efetuar a análise de conteúdo do texto, observou-se que o foco do trabalho era diverso. Conforme observado nos trabalhos de Peres (2007), ao relacionar a estrutura de governança com os custos de transação no setor público e na pesquisa de Antonelli, Jesus, Clemente, Cherobim e Scherer (2013), destacaram-se os níveis diferenciados de GC e a valorização acionária. Lopes e Baldi (2009) estudaram as redes como estrutura de governança, mas com uma abordagem em estudos organizacionais.

Tabela 6

Resumo dos artigos brasileiros

| Periódico | Ano | Autor | Tema |
|---|------|--|--|
| Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade | 2013 | Antonelli, Jesus, Clemente, Cherobim e Scherer | Governança corporativa e valorização acionária |
| RBGN | 2007 | Peres | Custos de transação e estrutura de governança no setor público |
| Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade | 2014 | Monteiro, Oliveira, Marcon e Alencar | Fusões e aquisições como mecanismo externo de governança corporativa |
| Revista de Administração Pública | 2009 | Lopes e Baldi | Redes como estrutura de governança |
| RBGN | 2012 | Lameira | Governança corporativa e risco |
| RAC | 2012 | Camilo, Marcon e Bandeira-de-Mello | Conexões políticas e desempenho |

Lameira (2012) buscou estimar a qualidade da governança praticada nas companhias abertas brasileiras e sua relação ao risco. Entretanto, ao analisar a GC por meio de um índice, ele não classificou ou denominou os itens do índice como mecanismos internos e externos de governança. No caso de Camilo, Marcon e Bandeira-de-Mello (2012), ao verificar as relações entre conexões políticas e desempenho, os autores citaram os mecanismos de governança no referencial teórico do artigo, porém o foco da pesquisa foi somente nos mecanismos internos. O único artigo brasileiro da amostra que atendeu aos critérios desta pesquisa foi o de Monteiro *et al.* (2014), em que os autores analisam processos de fusões e aquisições de empresas brasileiras com o propósito de verificar se as fusões e aquisições funcionam como mecanismo externo de governança corporativa e se são capazes de alterar a gestão das firmas adquiridas e de impactar os seus resultados financeiros. Desse modo, os autores consideraram as fusões e aquisições como um mecanismo externo de governança.

5 ANÁLISE DOS DADOS E SUGESTÕES DE PESQUISAS NO BRASIL

Armitage *et al.* (2017) classificam como desafiador o ambiente das economias emergentes, como o Brasil, para a aplicação de modelos de GC. Aspectos relativos a essas economias emergentes, como concentração de propriedade (Silveira *et al.* 2013) ou estruturas piramidais de grupos, potencializam conflitos de interesse, derivados dos tradicionais problemas de agência, como assimetria de informação e de interesse. Para conflitos que se mostram tradicionais, utilizar mecanismos tradicionais de governança parece não ser a solução mais adequada. Para isso, surgiram os mecanismos externos de governança, como uma resposta do mercado, em vista da melhoria dos mecanismos internos já existentes. Em economias desenvolvidas, os mecanismos externos de governança evoluem e já são estudados como complementares àqueles internos e tradicionais (estrutura de propriedade e conselho de administração).

Enquanto a literatura e os achados empíricos de países desenvolvidos apresentam novas soluções aos problemas tradicionais de agência, citando-se, aqui, os mecanismos externos de governança, neste artigo demonstra-se que o Brasil ainda está de fora desse debate alternativo. Com apenas um artigo brasileiro publicado a respeito do tema (Tabela 6), evidencia-se que

maiores esforços de pesquisa podem elucidar esse fenômeno, ainda pouco explorado. Parte do objetivo deste artigo é o de demonstrar que novas pesquisas relacionadas aos mecanismos externos de governança podem resultar no maior entendimento de como tais mecanismos melhoram a gestão, a transparência e a equidade das empresas nacionais. Ressalte-se que o Brasil possui relevantes pesquisas que envolvem os mecanismos internos de governança (Silveira *et al.*, 2013). O que não existe, no país, conforme evidenciado no capítulo 4 deste artigo, é um desenvolvimento empírico ou teórico acerca da relevância dos mecanismos externos e tampouco estudos que avaliem a interação desses mecanismos internos e externos, que são complementares.

Se as instituições e os sistemas legais de países emergentes são fracos (Aguilera *et al.*, 2015; Armitage *et al.*, 2017), de que forma a mídia, por exemplo, pode ajudar na redução de assimetrias informacionais? Escândalos políticos e corporativos, como os da Operação Lava Jato ou da Operação Carne Fraca (Brasil Foods S/A), podem ter efeitos distintos a partir do posicionamento comportamental da mídia (Bednar, 2012). Aguilera *et al.* (2015) ainda citam que a mídia pode assumir um papel investigativo ou informativo, e que ambos, sistema legal e mídia, podem contribuir para a mitigação de conflitos de agência. Dessa forma, a mídia pode ajudar os acionistas minoritários a desvendarem esquemas ilegais, a disciplinar CEOs e gestores pela pressão da exposição, e por motivos já discutidos anteriormente.

Um ponto importante a ser compreendido, também, é a complementaridade dos mecanismos de GC, que jamais podem ser entendidos como mutuamente excludentes. Não é por uma empresa apresentar uma estrutura de propriedade dispersa que ela estará a salvo de conflitos de interesse, mas o contrário. Conforme citam Aguilera *et al.* (2015), os mecanismos externos surgiram, justamente, pelo fato de os mecanismos internos não serem suficientes. Assim, já é estabelecido, na literatura de GC, que os mecanismos internos e externos podem interagir em uma forma simbiótica, cujo principal beneficiário é o mercado, com instituições mais transparentes. No entanto, ainda não se sabe quais são as interações mais vantajosas para cada local e momento. Por exemplo, a combinação entre uma mídia expositiva e o sistema legal brasileiro atuante (Polícia Federal) mostrou-se importante para as investigações da Operação Lava Jato e dos esquemas ilegais encontrados em empresas público-privadas, da mesma forma que aconteceu com as investigações da Operação Carne Fraca. Além de servir para dismantelar arranjos de corrupção, a presença atuante do sistema legal, juntamente com a divulgação constante da mídia, pode exercer efeitos sobre outras empresas e agentes, que, pressionados, buscarão seguir os interesses do grupo, e não os seus próprios.

Assim, este artigo sugere, também, a exploração das combinações dos mecanismos internos e externos de governança, na busca de modelos que otimizem a boa gestão corporativa. Interações como as aqui propostas podem ser encontradas nos trabalhos de McCann & Ackrill (2015) e de Guo, Lach e Mobbs (2015). Ainda assim, os achados supracitados podem fazer sentido para países desenvolvidos ou emergentes com sistemas legais distintos do sistema brasileiro. Conforme citam Armitage *et al.* (2017), as características de cada país devem guiar os arranjos mais adequados para o desenvolvimento da governança. Trazer à tona as características brasileiras e compreender as relações entre os mecanismos internos e externos é, ainda, campo inexplorado e de relevante compreensão acadêmica e prática.

Ressalte-se, enfim, que grande parte do desenvolvimento feito acerca dos mecanismos externos de governança é empírico e quantitativo (87%, em ambos os casos). Ainda que essa seja uma característica, também, dos mecanismos internos de governança (Aguilera *et al.*, 2015), estudos qualitativos e ensaios teóricos são encorajados para potencializar não apenas a

mensuração dos efeitos dos mecanismos externos, mas também para compreendê-los com maior nível de detalhe.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este artigo teve como objetivo evidenciar a importância dos mecanismos externos e a necessidade de desenvolver mais estudos a respeito desses mecanismos no Brasil. Por meio do levantamento bibliográfico, foi possível verificar que, no país, há apenas seis estudos que, de alguma forma, citam os mecanismos externos de GC, mas apenas um deles operacionaliza esses mecanismos empiricamente. O artigo de Monteiro *et al.* (2014) utiliza os mecanismos externos e, embora não se enquadre na teoria aqui utilizada, mostra as fusões e aquisições no mercado brasileiro como mecanismo externo de GC e seu impacto nos resultados financeiros.

Em contrapartida, nos Estados Unidos, na China e na Inglaterra, há um avanço nos artigos a respeito do tema, justamente pela necessidade e preocupação em melhorar as práticas de GC das empresas. O trabalho seminal acerca de mecanismos externos foi de Walsh e Seward (1990), em que se fez a distinção entre mecanismos internos e externos e se mostrou, empiricamente, a importância do mecanismo de controle de mercado, após a falha dos mecanismos internos. Os mecanismos externos são acionados a partir do momento em que falham os mecanismos internos de governança, ou seja, é mais uma oportunidade que a empresa tem de controlar as práticas de governança e de garantir melhoria na comunicação, transparência nas atividades e ética empresarial (Aguilera *et al.*, 2015).

O Brasil possui relevantes pesquisas que envolvem os mecanismos internos de governança (Silveira *et al.*, 2013), mas não há, aqui, um desenvolvimento empírico ou teórico a respeito da relevância dos mecanismos externos ou, mesmo, estudos que avaliem a interação e a complementaridade desses mecanismos internos e externos. E qual seria a importância de se falar disso no Brasil? No país, o sistema de GC é pouco efetivo e os mecanismos internos são falhos, como em outros países, de que são exemplos escândalos que envolvem problemas de agência e, como consequência, apresentam fracas práticas de GC. Entende-se que, por meio de mais estudos relacionados aos mecanismos externos de governança, será possível melhorar práticas de governança e torná-las mais transparentes, éticas e efetivas.

Estudos futuros poderiam replicar os estudos aqui mencionados, para o contexto brasileiro, e, também, investigar esses mecanismos externos no Brasil, principalmente os seguintes: (i) mídia, mecanismo a que é possível ter acesso e em que se pode mensurar associações com melhores práticas de governança (Bednar, 2012; Bednar *et al.*, 2013); (ii) ativismo dos acionistas minoritários, que tem crescido, em especial o papel do investidor institucional, em que faltam estudos que apontem as efetividades do ativismo no país (Ertimur, Ferri, & Muslu, 2011); (iii) mercado para o controle corporativo, já que, no Brasil, há algumas empresas pulverizadas, como a Vale, a BRF e a Renner, por meio das quais seria possível analisar, empiricamente, esse mecanismo; (iv) interação dos mecanismos à luz da responsabilidade social corporativa (Corbett, 2008, Jo & Harjoto, 2011), da inovação (Sapra, Subramanian, & Subramanian, 2014) e da assunção ao risco (Campbell, Ghosh, Petrova, & Sirmans, 2011; Su & Lee, 2013). Uma agenda para futuros estudos poderá ser desenvolvida pelos pesquisadores, conforme sugerido na Tabela 7.

Tabela 7

Agenda de pesquisa

| Autores que abordaram o tema em outros contextos | Agenda de pesquisa no contexto brasileiro |
|---|---|
| O'Sullivan e Diacon (1999), Jobome (2006), Bassem (2010), Lin <i>et al.</i> (2009), Tipurić <i>et al.</i> (2013), Desender <i>et al.</i> (2013), Estape-Dubreuil e Torreguitar-Mirada (2015), Guo <i>et al.</i> (2015), McCann e Ackrill (2015), Price <i>et al.</i> (2015) | Replicar e comparar a interação entre mecanismos externos e internos de governança |
| Weir <i>et al.</i> (2002) | Replicar a interação entre mecanismos externos e internos de governança especificamente para empresas públicas |
| Almer <i>et al.</i> (2008) | Verificar a efetividade dos mecanismos externos e internos de governança na percepção de investidores |
| Corbett (2008), Jo e Harjoto (2011), Khan <i>et al.</i> (2013) | Replicar a abordagem pela responsabilidade social corporativa como catalisadora na geração dos mecanismos de governança |
| Campbell <i>et al.</i> (2011), Su e Lee (2013) | Identificar a interação entre os mecanismos internos e externos de governança corporativa e risco |
| Jiang e Peng (2012), Huyghebaert e Wang (2012), Kowalewski (2012), Belghitar e Khan (2013) | Comparar o ativismo como mecanismo de governança e o conflito de interesses entre investidores em diferentes contextos |
| Sapra <i>et al.</i> (2014) | Analisar a relação entre os mecanismos externos e internos de governança e a inovação |
| Monteiro <i>et al.</i> (2014) | Abordar outros mecanismos externos, além do sistema legal |
| Chen <i>et al.</i> (2015), Massa <i>et al.</i> (2015) | Verificar o efeito moderador dos mecanismos de governança e a compensação e sucessão do CEO |

E, também, pesquisas futuras poderiam verificar a efetividade dos mecanismos internos e externos, considerando-se a identidade do acionista controlador, e investigar as condições em que a propriedade estatal é benéfica ou prejudicial à governança das empresas. Ainda, estudos poderiam comparar como a governança corporativa, o sistema legal e as instituições variam em cada contexto e sua influência na proteção ao investidor.

REFERÊNCIAS

- Adams, R. B., Almeida, H., & Ferreira, D. (2005). Powerful CEOs and their impact on corporate performance. *Review of Finance Studies*, 18(4), 1403-1432. DOI:10.1093/rfs/hhi030.
- Aguilera, R. V., & Cuervo-Cazurra, A. (2004). Codes of good governance worldwide: what is the trigger? *Organization Studies*, 25, 415-443. DOI: 10.1177/0170840604040669.
- Aguilera, R. V., Desender, K., Bednar, M. K., & Lee, J. H. (2015). Connecting the Dots – bringing external corporate governance into the corporate governance puzzle. *The Academy of Management Annals*, 9(1), 483-573. DOI: <https://doi.org/10.1080/19416520.2015.1024503>
- Almer, E.D. D., Gramling, A.A., & Kaplan, S.E. (2008). Impact of post-restatement actions taken by a firm on non-professional investors credibility perceptions. *Journal of Business Ethics*, 80, 61-76. DOI: 10.1007/s10551-007-9442-0.

- Antonelli, R. A., Jesus, M. C., Clemente, A., Cherobim, A. P. M. S., & Scherer, L. M. (2014). A adesão ou migração aos níveis diferenciados de governança corporativa e a valorização acionária. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, 4(1), 52.
- Armitage, S., Hou, W., Sarkar, S., Talaulicar, T. (2017). Corporate governance challenges in emerging economies. *Corporate Governance: an International Review*, 25(3), 148-154. DOI: 10.1111/corg.12209
- Bakker, F. G. D, Hond, F. D, King, B., & Weber, K. (2013). Social movements, civil society and corporations: taking stock and looking ahead. *Organization Studies*, 34(5-6), 573-593. DOI: 10.1177/0170840613479222.
- Bassem, B. S. (2010). Governance and performance of microfinance institutions in Mediterranean countries. *Journal of Business Economics and Management*, 10(1), 31-43. DOI: 10.3846/1611-1699.2009.10.31-43.
- Bednar, M. K. (2012). Watchdog or lapdog? A behavioral view of the media as a corporate governance mechanism. *Academy of Management Journal*, 55(1), 131-150. DOI: 10.5465/amj.2009.0862.
- Bednar, M. K., Boivie, S., & Prince, N. R. (2013). Burr under the saddle: how media coverage influences strategic change. *Organization Science*, 24(3), 910-925. DOI: 10.1287/orsc.1120.0770.
- Belghitar, Y., & Khan, J. (2013). Governance mechanisms, investment opportunity set and SMEs cash holdings. *Small Business Economy*, 40, 59-72. DOI: 10.1007/s11187-011-9366-z.
- Bertrand, M., & Mullainathan, S. (2003). Enjoying the quiet life? Corporate governance and managerial preferences. *Journal of Political Economy*, 111(5), 1043-1075. DOI: 10.1086/376950.
- Biachi, M., Silva, C. V., Gelati, R., & Da Rocha, J. M. L. (2009). A evolução e o perfil da governança corporativa no Brasil: um levantamento da produção científica do Enanpad entre 1999 e 2008. *ConTexto*, 9(15), 1-26.
- Broye, G. (2009). Honoraires d'audit et comités d'audit: le cas de la France. *Comptabilité, Contrôle, Audit*, 15(1), 199-224. DOI: 10.3917/cca.151.0199.
- Camilo, S. P. O. , Marcon, R. , & Bandeira-de-Mello, R. (2012). Conexões políticas e desempenho. *RAC*, 16(6), 784-805.
- Campbell, R. D, Ghosh, C., Petrova, M., & Sirmans, C. F. (2011). Corporate governance and performance in the market for corporate control: the case of REITs. *Journal Real Estate Finance Economy*, 42, 451-480. DOI: 10.1007/s11146-009-9202-2.
- Cheffins, B. R. (2014). The history of corporate governance. In *The Oxford Handbook of Corporate Governance* (1st. ed.). New York: Oxford University Press. DOI: 10.1093/oxfordhb/9780199642007.013.0003.
- Chen, G., & Crossland, C. (2014). Can you believe it? Managerial discretion and financial analysts? Responses to management earnings forecasts. In *Finance and Strategy* (pp. 103-143). Emerald Group Publishing Limited. DOI: 10.1108/S0742-332220140000031003.
- Chen, G., Luo, S., Tang, Y., & Tong, J.Y. (2015). Passing probation: earnings management by interim ceos and its effect on their promotion prospects. *Academy of Management Journal*, 58(5), 1389-1418. DOI: 10.5465/amj.2013.0351.
- Claessens, S., & Fan, J. P. (2002). Corporate governance in asia: a survey. *International Review of Finance*, 3(2), 71-103. DOI: 10.1111/1468-2443.00034.

- Corbett, A. (2008). Michael Whincop memorial lecture corporate social responsibility do we have good cause to be sceptical about it?. *Griffith Law Review*, 17(1), 413-432. DOI: 10.1080/10383441.2008.10854616.
- Dai, L., Parwada, J. T., & Zhang, B. (2015). The governance effect of the media's news dissemination role: evidence from insider trading. *Journal of Accounting Research*, 53(2), 331-366. DOI: 10.1111/1475-679X.12073.
- Daines, R. M., Gow, I. D., & Larcker, D. F. (2010). Rating the ratings: How good are commercial governance ratings? *Journal of Financial Economics*, 98(3), 439-461. DOI: 10.2139/ssrn.115.2093.
- Deephouse, D. (2000). Media reputation as a strategic resource: an integration of mass communication and resource-based theories. *Journal of Management*, 26(6), 1091-1112. DOI: 10.1177/014920630002600602.
- Denis, D. K., & McConnell, J. J. (2003). International corporate governance. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(1), 1-36. DOI: 10.2307/4126762.
- Desender, K., Aguilera, R. V., Crespi, R., & Garcia-Cestona, M. (2013). When does ownership matter? Board characteristics and behavior. *Strategic Management Journal*, 34(7), 823-842. DOI: 10.1002/smj.2046.
- Dyck, A., Volchkova, N., & Zingales, L. (2008). The corporate governance role of the media: evidence from Russia. *Journal of Finance*, 63, 1093-1135. DOI: 10.1111/j.1540-6261.2008.01353.x.
- Ertimur, Y., Ferri, F., & Muslu, V. (2011). Shareholder activism and CEO pay. *Review of Financial Studies*, 24(2), 535-592. DOI 10.1007/s11142-017-9408-0.
- Estape-Dubreuil, G., & Torreguitart-Mirada, C. (2015). Governance mechanisms, social performance disclosure and performance in microfinance: does legal status matter? *The Authors Annals of Public and Cooperative Economics*, 86, 137-155. DOI: 10.1111/apce.12070.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26, 301-325. DOI: 10.1086/467037.
- Filatotchev, I., & Nakajima, C. (2010). Internal and external corporate governance: an interface between an organization and its environment. *British Journal of Management*, 21, 591-606. DOI: 10.1111/j.1467-8551.2010.00712.x.
- Gillan, S., & Starks, L. T. (2007). The evolution of shareholder activism in the United States (pp. 1-51). Retrieved from <http://ssrn.com/abstract=959670>. DOI: 10.2139/ssrn.959670.
- Giroud, X., & Mueller, H. M. (2011). Corporate governance, product market competition, and equity prices. *Journal of Finance*, 66(2), 563-600. DOI: 10.1111/j.1540-6261.2010.01642.x.
- Guo, L., Lach, P., & Mobbs, S. (2015). Tradeoffs between internal and external governance: evidence from exogenous regulatory shocks. *Financial Management*, Spring, 81-114. DOI: 10.1111/fima.12066
- Hillman, A., & Dalziel, T. (2003). Boards of directors and firm performance: integrating agency and resource dependence perspectives. *Academy of Management Journal*, 28(3), 383-396. DOI: 10.5465/AMR.2003.10196729.
- Hoque, M., Rabiulislam, M.D., & Azam, M.N. (2013). Board committee meetings and firm financial performance: an investigation of Australian companies. *International Review of Finance*, 13(4), 503-528. DOI: 10.1111/irfi.12009.
- Huyghebaert, N., & Wang, L. (2012). Expropriation of minority investors in Chinese listed firms: the role of internal and external corporate governance mechanisms. *Corporate*

- Governance: An International Review*, 20(3), 308-332. DOI: 10.1111/j.1467-8683.2012.00909.x
- IBGC (2017). Disponível em: <http://www.ibgc.org.br/index.php/governanca/origens-da-governanca>. Acesso em nov. 2017.
- Isahak, M.S., Sanusi, Z.M., & Sulong, Z. (2011). External agency monitoring mechanisms and earnings management for improved financial reporting. *International Journal of Business and Management Science*, 4(2): 129-145.
- 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. DOI: 10.2139/ssrn.94043.
- Jiang, Y., & Peng, M. W. (2011). Principal-principal conflicts during crisis. *Asia Pacific Journal Management*, 28, 683-695. DOI 10.1007/s10490-009-9186-8.
- Jo, H. & Harjoto, M. A. (2011). Corporate governance and firm value: the impact of corporate social responsibility. *Journal of Business Ethics*, 103, 351-383. DOI: 10.1007/s10551-011-0869-y.
- Jobome, G. O. (2006). Public funding, governance and passthrough efficiency in large UK charities. *Corporate Governance*, 14(1), 43-59. DOI: 10.1111/j.1467-8683.2006.00483.x.
- Jonghe, O., Disli, M., & Schoors, K. (2012). Corporate governance, opaque bank activities, and risk/return efficiency: pre- and post-crisis evidence from turkey. *Journal Finance Serv Res*, 41, 51-80. DOI:10.1007/s10693-011-0115-x.
- Khan, A., Muttakin, M.B., & Siddiqui, J. (2013). Corporate governance and corporate social responsibility disclosures: evidence from an emerging economy. *Journal Business Ethics*, 114, 207-223. DOI 10.1007/s10551-012-1336-0.
- Kim, Y.U., & Ozdemir, S. Z. (2014). Structuring corporate boards for wealth protection and/or wealth creation: the effects of national institutional characteristics. *Corporate Governance: an International Review*, 22(3), 266-289. DOI: 10.1111/corg.12062.
- Kowalewski, O. (2012). Corporate governance and pension fund performance. *Contemporary Economics*, 6(1), 14-44. DOI 10.5709/ce.1897-9254.32.
- Lameira, V. J. (2012). As relações entre governança e risco nas companhias abertas brasileiras. *RBGN*, 14(42), 7-25.
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F.; Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58, 3-27. DOI: 10.2139/ssrn.183908.
- Lin, C., Ma, Y., & Su, D. (2009). Corporate governance and firm efficiency: evidence from china's publicly listed firms. *Managerial and Decision Economics*, 30, 193-209. DOI: 10.1002/mde.1447.
- Liu, B., & McConnell, J. J. (2013). The role of the media in corporate governance: do the media influence managers' capital allocation decisions? *Journal of Financial Economics*, 110, 1-17. DOI:10.1016/j.jfineco.2013.06.003.
- Lopes, E. C.; Valentim, M. L. P.; & Almeida Júnior, O. F. (2011). Disseminação da informação em empresas de capital aberto e os processos de mediação da informação. *Em Questão*, 17(1), 79-92. DOI:ufrgs.18827.12490
- Massa, M., Zhang, B., & Zhang, H. (2015). The invisible hand of short selling. *The Review of Financial Studies*, 28(6), 1701-1736. DOI:10.1093/rfs/hhu147.
- McCann, M.; & Ackrill (2015). Managerial and disciplinary responses to abandoned acquisitions in bidding firms: a new perspective. *Corporate Governance: an International Review*, 23(5), 402-416. DOI: 10.1111/corg.12104.

- Miller, G. S. (2006). The Press as a watchdog for accounting fraud. *Journal of Accounting Research*, 44(5), 1001-1033. DOI: 10.1111/j.1475-679X.2006.00224.x.
- Monteiro, M. A. P., Oliveira, M. C., Marcon, R., & Alencar, R. C. (2014). Mecanismos externos de governança corporativa: fusões e aquisições no mercado brasileiro. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, 4(2), 04-19. DOI: 10.18028/2238-5320/rgfc.v4n2p4-19.
- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. (1988). Management ownership and market valuation - an empirical evidence. *Journal of Financial Economics*, 20, 293-315. DOI: 10.12691/jfa-2-4-2.
- O'Sullivan, N., & Diacon, S.R. (1999). Internal and external governance mechanisms: evidence from the UK insurance industry. *Corporate Governance*, 7(4), 363-373. DOI: 10.1111/1467-8683.
- Peres, U. D. (2007). Custos de transação e estrutura de governança no setor público. *RBGN*, 9(24), 15-30.
- Price, S. M., Salas, J. M., & Sirmans, C. F. (2015). Governance, conference calls and CEO compensation. *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, 50(2), 181-206. DOI 10.1007/s11146-014-9457-0.
- Reyna, J. M. S.M. (2012). Interacción entre mecanismos internos y externos de gobierno como elemento detonante de la creación de valor: un estudio internacional. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 14(43), 143-158.
- Sapra, H., Subramanian, A., & Subramanian, K.V. (2014). Corporate governance and innovation: theory and evidence. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 49(4), 957-1003. DOI: 10.1017/S002210901400060X.
- Shan, Y. J. (2013). Can internal governance mechanisms prevent asset appropriation? examination of type i tunneling in China. *Corporate Governance: an International Review*, 21(3), 225-241. DOI: 10.1111/corg.12022.
- Silveira, A. M. (2005). *Governança corporativa desempenho e valor da empresa no Brasil*. (Saint Paul, Ed.). São Paulo. DOI: 10.5329/RECADM.2014014.
- Silveira, A. M. (2006). *Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil*. Saint Paul Institute of Finance.
- Silveira, A. M. ; Barros, L. A. B. C., & Famá, R. (2003). Estrutura de governança e valor das companhias abertas brasileiras. *Revista de Administração de Empresas*, 43(3), 50-64. DOI: 10.159 /S0034 -75902003000300005.
- Silveira, A. M. ; Leal, R. P. C., Carvalhal-Da-Silva, A. L., & Barros, L. A. B. de C. (2013). Endogeneity of brazilian corporate governance quality determinants. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 10(2), 191-202. DOI:10.1108/14720701011035701.
- Simoës, N., & Carvalhal, A. L. (2016). Value, governance and foreign shareholding in Brazilian companies. *Corporate Ownership & Control*, 13(3-2), 275-278. DOI: 10.22495/cocv13i3c2p1.
- Sjöström, E. (2008). Shareholder activism for corporate social responsibility: What do we know? *Sustainable Development*, 16(3), 141-154. DOI: 10.1002/sd.361.
- Su, D., & He, X.(2011). Ownership structure, corporate governance and productive efficiency in China. *Journal of Productivity Analysis*, 38(3), 303-318. DOI 10.1007/s11123-011-0257-8.
- Su, W., & Lee, C. (2013). Effects of corporate governance on risk taking in Taiwanese family firms during institutional reform. *Asia Pacific Journal Management*, 30, 809-828. DOI 10.1007/s10490-012-9292-x.

- Thomas, R. S., & Cotter, J. F. (2007). Shareholder proposals in the new millennium: Shareholder support, board response, and market reaction. *Journal of Corporate Finance*, 13(2-3), 368-391. DOI: 10.1177/0148558X17704085.
- Tipurić, D., Tušek, B., & Filipović, D. (2009). Internal and external supervisory mechanisms in corporate governance. *South East European Journal of Economics and Business*, 4(2), 57-70. DOI:10.2478/v10033-009-0015-2.
- Tkac, P. (2006). One proxy at a time: Pursuing social change through shareholder proposals. *Economic Review*, 91(3), 1-20.
- Walsh, J. P., & Seward, J. K. (1990). On the efficiency of internal and external corporate control mechanisms. *Academy of Management Review*, 15(3), 421-458. DOI: 10.12691/jfa-2-4-2.
- Weir, C., Laing, D., & Mcknight, P. J. (2002). Internal and external governance mechanisms: their impact on the performance of large UK public companies. *Journal of Business Finance & Accounting*, 29(5-6), 579-611. DOI: 10.1111/1468-5957.00444.
- Wiersema, M. F., & Zhang, Y. (2011). CEO Dismissal: The role of investment analysts. *Strategic Management Journal*, 32(11), 1161-1182. DOI: 10.1002/smj.932.
- Wu, R. (2012). Does corporate governance quality lend credibility to open-market share repurchase announcements? *Corporate Governance: an International Review*, 20(5), 490-508. DOI: 10.1111/corg.12003.
- Yang, J., Chi, J., & Young, M. (2011). A review of corporate governance in China. *Asian-Pacific Economic Literature*, 25(1), 15-28. DOI: 10.1111/j.1467-8411.2011.01283.x.
- Zagatti, W. S.; & Ribeiro, M. S. de (2005). Governança corporativa e Conselho de Administração dos bancos. *Revista de Administração FACES Journal*, 4(1), 25-32. DOI: 10.21714/1984-6975FACES2005V4N1ART40.