

Impacto da disputa entre acionistas no valor da Usiminas

Marcus Vinicius Seidl Teixeira¹, Washington Pereira da Cunha²

¹Deloitte – Rua São Bento, 18, 15° andar, Rio de Janeiro – RJ;
Ibmec/RJ – Av. Presidente Wilson, 118, CEP 20030-020 – Rio de Janeiro – RJ
Mvseidl@gmail.com

²ANS/MS – Av. Augusto Severo, 84, 7° andar, Rio de Janeiro – RJ;
Ibmec/RJ – Av. Presidente Wilson, 118, CEP 20030-020 – Rio de Janeiro – RJ
wpcunha@gmail.com

Impact of the dispute between shareholders on the market value of Usiminas

Abstract. *The article presents a study of the corporate dispute in Usiminas and the value of the Company. The main concepts of Corporate Governance and Agency conflicts. Exposure of the dispute and main events. Lastly the result of analysis and the estimate of the impact that corporate dispute on the value of the Company.*

Keywords: *Corporate Governance, agency conflict, corporate dispute, tag along.*

Resumo. O presente artigo apresenta um estudo do caso da disputa societária na Usiminas e o impacto sobre o valor da Companhia. Inicialmente, são destacados os principais conceitos de Governança Corporativa e os conflitos de agência. Em seguida, é feita a exposição da disputa, descrevendo os principais acontecimentos. Mais adiante, é ressaltada a pesquisa e as análises realizadas. Por fim, é apresentado o resultado da análise e a estimativa de impacto que a disputa societária teve sobre o valor da Companhia.

Palavras chave: Governança Corporativa, conflito de agência, disputa societária, *tag along*.

Introdução

Em 1992, após alguns graves escândalos contábeis envolvendo diferentes e importantes empresas, foi publicado na Inglaterra o primeiro código de boas práticas de governança corporativa. Ainda em 1992, a General Motors (GM) divulgou o primeiro código de governança por uma empresa nos Estados Unidos. Nos Estados Unidos boa parte das maiores empresas já tinham seus manuais de boas práticas de governança corporativa.

No Brasil, o movimento por boas práticas mostrou-se mais fomentado quando da abertura do mercado nacional nos anos 1990, com as privatizações. Em 1995, ocorreu a criação do Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração (IBCA), alterando-se a sua denominação para Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) em 1999, com o objetivo de incentivar a adoção de boas práticas corporativas e mais transparência na administração das organizações. Ainda em 1999, o IBGC lançou seu primeiro Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa.

Para o IBGC (2017), a Governança Corporativa é o sistema pelo qual as empresas e demais organizações são geridas, supervisionadas e estimuladas, envolvendo os relacionamentos entre sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e demais partes interessadas.

As discussões internacionais foram fortalecidas pelas iniciativas da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) que criaram um espaço de discussão para tratar o tema, o Business Sector Advisory Group on Corporate Governance. Diretrizes e princípios internacionais passaram a ser considerados pelos órgãos regulatórios para adequação de leis e nas suas atuações na elaboração de recomendações. Verificou-se, com o passar dos anos, que os investidores estavam dispostos a pagar um valor maior por empresas que adotassem boas práticas de Governança Corporativa e, que tais práticas, não apenas favorecessem os seus interesses, como também, a boa manutenção econômica das empresas.

Há vários artigos e pesquisas voltadas para a relação entre a governança corporativa e o valor de mercado das empresas. Braga-Alves e Shastri (2011) fizeram uma análise do mercado brasileiro no período dos anos de 2001 a 2005 e observaram uma relação positiva entre o valor de mercado das ações das empresas brasileiras e sua entrada no Novo Mercado da BM&FBOVESPA onde os níveis de governança corporativa são mais altos. Raimundo (2011) fez um estudo do mercado brasileiro no período dos anos de 1996 a 2010 e também concluiu que empresas brasileiras listadas em um dos níveis diferenciados da BM&FBOVESPA, onde os níveis de governança corporativa são mais altos, tendem a apresentar melhores resultados.

No exterior também existem vários estudos sobre a influência da governança em relação ao valor das empresas. Khanna e Black (2007) concluíram que as ações do mercado indiano são positivamente impactadas pela melhoria da governança nas companhias do país. Bauer, Guenster e Otten (2003) observaram retornos expressivos para firmas britânicas com zero de investimento em governança. Entretanto, não conseguiram observar relação entre governança e retornos significativos para as empresas e concluíram que as empresas britânicas ainda iriam se ajustar e que no longo prazo o valor ações das empresas britânicas iriam passar a refletir as boas práticas de governança corporativa.

Pilares	<ul style="list-style-type: none"> • Propriedade (sócios) • Conselho de Administração • Gestão (Diretoria Executiva) • Auditoria Independente • Conselho Fiscal • Conduta x conflito de interesses
Princípios Básicos	<ul style="list-style-type: none"> • Transparência: mais do que obrigação, é desejo de informar para gerar um clima de confiança interna e externamente à organização. • Equidade: não só entre sócios de capital, mas também com todas as partes interessadas. • Prestação de Contas: quem recebe um mandato tem o dever de prestar de seus atos • Responsabilidade Social: visão de longo prazo, considerações de ordem social e ambiental.

Quadro I: Governança Corporativa – Estrutura básica

Nos Estados Unidos, na primeira década do século 21, com as fraudes e os escândalos corporativos envolvendo empresas como a Enron, a WorldCom e a Tyco, o tema Governança Corporativa tornou-se ainda mais relevante, com aumento nas discussões sobre o papel das empresas de auditoria na divulgação de demonstrações financeiras. O congresso norte-americano aprovou a Lei Sarbanes-Oxley (SOx), com importantes definições sobre práticas de Governança Corporativa, como forma de resposta aos fatos ocorridos. No Quadro I, de forma resumida, apresenta-se a estrutura básica da governança.

Segundo Duarte Júnior (2016), os principais agentes responsáveis pela governança corporativa em uma empresa são:

- a) A assembleia geral;

- b) O conselho de administração;
- c) A diretora executiva, sendo composta pelo diretor-presidente (CEO), pelos diretores e por seus colaboradores e/ou gestores;
- d) O conselho fiscal;
- e) A auditoria externa/independente;
- f) As áreas de auditoria interna, gestão de riscos corporativos e conformidade (*compliance*); e
- g) O comitê de auditoria.

O objetivo deste estudo é analisar os impactos negativos gerados por uma estrutura de governança fraca em relação aos valores de mercado de empresas, por meio de análises comparativas do valor das ações da Companhia, de empresas do mesmo setor e com o próprio índice BOVESPA.

Foram coletados dados da cotação de fechamento das ações de 4 empresas, cujas ações foram negociadas no mercado à vista, durante o período entre setembro de 2014 e dezembro de 2016. Os resultados obtidos ficaram dentro do esperado, ou seja, problemas de governança corporativa afetam negativamente sim o valor destas empresas.

Caso Usiminas

A experiência é relativa ao caso da siderúrgica Usiminas, que teve em 2012 quase 30% das suas ações ordinárias compradas pelo grupo ítalo-argentino Ternium-Techint, passando a operar junto com grupo japonês, liderado pela Nippon, o bloco de controle da empresa, privatizada em 1991, após aderir ao Plano Nacional de Desestatização previsto no Plano Collor.

Entende-se governança corporativa como um conjunto de práticas administrativas visando a melhoria do desempenho das corporações, com os seus negócios, com os seus produtos e com os seus serviços. Criando uma proteção, de maneira equitativa, para todas as partes interessadas – acionistas, clientes, fornecedores, credores, funcionários, governos -, facilitando o acesso às informações básicas e melhorando o modelo de gestão (OLIVEIRA, 2015).

O Conselho de Administração é o órgão da Governança Corporativa de uma empresa que possui a missão: proteger e valorizar o patrimônio tangível e intangível da empresa, otimizar o retorno do investimento, zelar pelos valores e crenças da companhia, determinar propósitos estratégicos – alinhados com os interesses dos acionistas e demais *stakeholders* (partes interessadas) – e fazer o acompanhamento e avaliação da diretoria executiva (ROSSETTI e ANDRADE, 2014).

Nesse contexto, o conselho de administração tem papel essencial na estrutura da boa governança. A atuação de seus conselheiros deve seguir e estimular as diretrizes contidas em seu regimento interno, discutindo sumariamente sobre questões como atribuições e responsabilidades do órgão, formato e periodicidade das reuniões, definição e estruturação dos comitês auxiliares, interação com o conselho fiscal, diretoria executiva, assembleia geral e demais públicos de interesse da empresa (OLIVEIRA, 2015).

Curiosamente no caso da Usiminas, os conflitos de interesse somente vieram a público após um embate judicial entre os controladores. O grupo ítalo-argentino Ternium entrou com uma ação no Poder Judiciário de Minas Gerais para anular decisão do Conselho de Administração, com base num acordo que obrigava as decisões serem previamente combinadas e por consenso. A decisão

questionada foi a destituição de três executivos após investigação conduzida pelo presidente do Conselho de Administração, Paulo Penido, indicado pelo grupo Nippon, que apontou o irregular recebimento de bônus pelos os executivos demitidos.

Nesse episódio, fica evidenciada a chamada teoria da agência ou relação de agência, de modo *sui generis*. Para Jensen e Meckling (1976), relação de agência entende-se como um contrato no qual uma pessoa, o principal, engaja outra pessoa, o agente, para fazer algum serviço que envolva delegação de autoridade para tomada de decisão. Assim, o principal e o agente são otimizadores do próprio bem-estar, portanto, não há garantias de que o agente irá agir sempre de acordo com os interesses do principal.

Para Saltaji (2013), a teoria da agência apresenta historicamente a separação entre a propriedade e a gestão, criada com o objetivo de proteger os interesses dos acionistas. Mas com o aumento dos interesses individuais dos executivos, não se mostrou completamente eficaz. Isso cria a necessidade de controle desses problemas, em diferentes possibilidades para incentivar os executivos a avançar em direção aos interesses dos acionistas, evitando o mau desempenho. Conflitos de interesses têm concorrido para o desenvolvimento da geração de custos que afetam uma empresa, podendo ameaçar direitos e benefícios dos acionistas, levando ao prejuízo.

Como forma de alinhar esses interesses são estabelecidos mecanismos de incentivos apropriados para que esses executivos estejam nas diretrizes dos acionistas. É impossível conseguir tal alinhamento a custo zero, considerando a existência de assimetria de informação combinada com o oportunismo dos agentes. Para Jensen e Meckling (1976), o acionista irá incorrer em custos de monitoramento, que somados aos recursos empregados em perdas residuais e para alinhar os executivos às diretrizes dos proprietários, compõem os chamados custos de agência. Tais custos surgem em qualquer situação que envolva esforço, mesmo em situações nas quais não é clara a separação dos papéis.

Então, como controlar os custos de forma a não reduzir os lucros. Em recente estudo publicado, dois métodos de controle dos custos de agências para atender crise financeira foram divulgados: (i) acionistas gerenciais e (ii) acionistas externos. Esses dois métodos são amplamente adotados em países que sofrem com economia em crise, como por exemplo, o caso do Chipre. Em alguns casos, bancos comerciais permitem acionistas e gerentes externos serem partes da estrutura de propriedade, levando a transferir clientes para serem acionistas, apresentando uma forma de controlar o alto custo de gerenciamento de desempenho, considerada efetiva.

A principal questão do método é que esses gerentes têm a possibilidade de usar o dinheiro livremente para servir seus próprios interesses, ao invés de usar em investimentos lucrativos, dessa forma, acabam reduzindo o valor da empresa.

Para Saltaji (2013), todas as opções de controle do custo da agência devem ser aplicadas em conjunto com um bom sistema de governança, cujos códigos de ética devem estar ativos, bem divulgados e com boa compreensão pelas partes interessadas.

Para Rosseti e Andrade (2014), a boa estrutura de governança corporativa tem sido apresentada, como fator de sucesso na mitigação dos conflitos de interesses, como os identificados na Usiminas, cujo valor de mercado foi drasticamente reduzido, gerando perdas para todos os acionistas. No Quadro II a seguir, apresenta-se a governança como o pilar do equilíbrio nas relações.

Quadro II: Governança Corporativa x Custos de Agência

Características na Relação	Podem Gerar	Custos de Agência
<ul style="list-style-type: none"> • Executivos dispõem de vários comportamentos • A ação dos executivos podem afetar o acionista • Assimetria de informação 	<ul style="list-style-type: none"> • Conflito de Agência 	<ul style="list-style-type: none"> • Contratação de auditoria independente • Implementação de medidas de controle • Estabelecimento de remuneração dos executivos vinculada ao aumento de riquezas dos acionistas
Na busca para reduzir os conflitos de interesses, se faz necessário utilizar mecanismos de governança corporativa		
Governança Corporativa		

Os dois principais modelos de governança corporativa praticados no mundo são o *outsider system* (ou *shareholder system*), caracterizado pela fragmentação do capital, com acionistas pulverizados e longe da rotina diária da empresa, e o *insider system* (ou *stakeholder system*), caracterizado pela presença de grandes acionistas que influenciam diretamente as atividades da empresa. Apresenta-se uma comparação entre os pontos principais da cada um destes sistemas de governança corporativa, no Quadro III a seguir.

Quadro III: Algumas Diferenças entre Dois Sistemas de Governança Corporativa
Fonte : OCDE

<i>Outsider System</i>	<i>Insider System</i>
Relacionamento indireto (via conselho de administração) entre acionistas e gestores	Relacionamento direto e estável entre acionistas controladores e gestores
Acionistas tendem a ter interesses transitórios na empresa	Acionistas controladores tendem a ter interesses duradouros na empresa
Acionistas exercem seus direitos sem interferência de grupos internos da empresa (como funcionários)	Funcionários possuem direitos reconhecidos internamente e podem influenciar nas decisões da empresa
Possibilidade de mudança de controle (aquisição hostil, por exemplo)	Reduzida possibilidade de mudança de controle (aquisição hostil, por exemplo)
Pequena possibilidade de conflitos de interesse entre acionistas em geral	Elevada possibilidade de conflitos de interesse entre acionistas controladores e minoritários
Mercados de capitais como a principal fonte de novos recursos	Mercados de crédito e de capitais igualmente importantes como fontes de novos recursos

Não há um sistema de governança corporativa que sempre se comprove melhor quando comparado ao outro, desde que haja transparência (interna e externa), o devido acompanhamento do desempenho dos conselheiros e/ou dos executivos e, quando houver, a consequente responsabilização dos responsáveis por atos lesivos à empresa.

Em 2014, a Ternium anunciou a aquisição das ações da PREVI. Assim, passou a ter 37,83% das ações ordinárias. Caso fosse vitoriosa na ação por quebra de acordo de acionistas por parte da

Nippon, como pediu ao Judiciário mineiro depois da votação que culminou na demissão dos executivos, a Ternium passaria a ser a maior sócia individual.

O ponto de embate é que aos olhos da legislação societária brasileira, o controle é indivisível. Dessa forma, em cada companhia só há um controlador, ainda que esse poder seja exercido por um conjunto de sócios.

Essa movimentação estratégica do Grupo Ternium rendeu um revés da sócia inimiga Nippon, que logo após a aquisição consultou a Comissão de Valores Mobiliários – CVM, autarquia ligada ao Ministério da Fazenda, para saber se o negócio dispararia uma oferta pública de aquisição de ações (OPA) por aumento de participação.

Ainda em 2014, a Companhia Siderúrgica Nacional (CSN) protocolou reclamação junto à CVM apontando a necessidade de revisão do posicionamento da área técnica, exarado no âmbito do Processo Administrativo CVM nº RJ2011/13706, quanto a não incidência do art. 254-A da Lei nº 6.404/76 (“LSA”) no âmbito da operação ocorrida.

Instados a se manifestarem acerca da Operação no âmbito do referido processo administrativo, a Usiminas e o Grupo Ternium esclareceram que as alterações na composição acionária da Companhia não ensejariam a realização da OPA prevista no art. 254-A da LSA, visto que, mesmo após a aquisição de ações do Grupo Votorantim e da CEU, a participação adquirida pela Ternium ainda era inferior àquela detida pelo Grupo Nippon, que, inclusive, reforçou a sua participação no bloco de controle.

Entretanto, nos termos da Reclamação apresentada pela CSN, o que teria ocorrido de verdade seria a alienação do controle da Companhia para o Grupo Ternium, anteriormente compartilhado, por meio de um conjunto de operações com o designo de dissimular a alienação de controle da Usiminas.

Neste sentido, a CSN afirmou junto à CVM que o poder de controle havia sido alienado por atos sucessivos: (i) o contrato de compra e venda de ações; (ii) a mudança de redação do acordo de acionistas; e (iii) a colusão entre o Grupo Ternium e a CEU e entre o Grupo Ternium e o Grupo Nippon, realizados a partir de um “acordo tácito de controle”.

Após a análise das informações trazidas pela CSN e o levantamento de novos dados, a Superintendência de Registros Mobiliários da CVM (SER) afirmou que, além de entender que a celebração de contratos entre a Companhia e sociedades na qual o Grupo Nippon detém participação, não importa em benefício a este último, não teria verificado nenhum aumento relevante no volume financeiro de tais contratos após a Operação.

Desta forma, a SRE concluiu pela manutenção de seu entendimento inicial, de que a entrada do Grupo Ternium no bloco de controle da Companhia não ensejaria a necessidade de realização da OPA por alienação de controle de que trata o art. 254-A da LSA.

No que se refere aos contratos com partes relacionadas, primeiramente a SRE destacou que, diferentemente do que argumentou a CSN, ao buscar uma análise mais detalhada e abrangente, tendo inclusive filtrado dados repetidos, a área técnica conseguiu obter informações mais precisas sobre a situação dos contratos. Tendo, em razão de tal análise, chegado à conclusão que, além de não ser possível afirmar que haveria qualquer anormalidade no número de contratos firmados após a entrada do Grupo Ternium, também não seria possível afirmar que os supracitados contratos beneficiariam o Grupo Nippon.

Nesse contexto, grande parte dos fatos suscitados pela CSN em suas manifestações diz respeito a conflitos existentes no âmbito da administração da Companhia e que ainda serão analisados nos outros processos conduzidos pela CVM.

A situação provocada pela Usiminas é tão *sui generis* que resposta final ficou a cargo do colegiado da CVM, que decidiu pela ausência da configuração clara da situação de alteração de controle, e não determinou a realização da OPA.

É permitido aos acionistas minoritários com participação no capital votante, pela Lei das S.A, o direito ao *tag along*, como é usualmente conhecida no mercado a possibilidade de alienar suas ações ao novo controlador quando da transferência do controle de companhia aberta. Conforme regulamentado pela CVM (Instrução nº 361/2002), os destinatários da oferta pública por alienação de controle são apenas os minoritários titulares de ações com direito a voto. Dessa forma, os titulares de ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito não têm o mesmo direito.

Análise da performance da companhia e comparação com outras empresas no mercado

Para analisar qual o impacto provocado pelas disputas entre acionistas no valor da Companhia, coletamos o valor de das ações da Usiminas na BOVESPA, de suas concorrentes CSN, Gerdau e Vale, e também a evolução do índice BOVESPA no período.

O objetivo da análise é observar se no final de 2014 e nos anos de 2015 e 2016 a variação do valor das ações da Usiminas foi melhor ou pior que a de suas concorrentes, da média de suas concorrentes e em relação ao próprio índice BOVESPA, conforme gráfico abaixo:

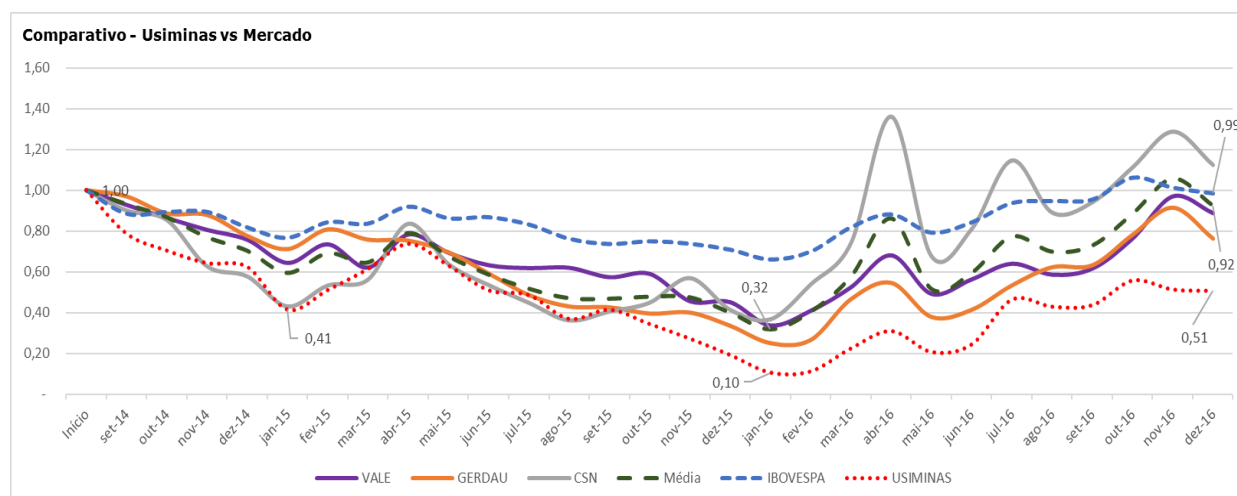


Figura 1: Comparação da performance da Usiminas vs empresas do setor vs IBOVESPA

Conforme é possível observar no gráfico acima, em apenas 5 meses após o início da disputa pública entre os acionistas a cotação das ações da Usiminas haviam se desvalorizado 59% em relação ao preço base no início de Set14. Neste mesmo período, as ações de CSN, Gerdau e Vale se desvalorizam em média 40% e o IBOVESPA 23%, performance 18 e 35 pontos percentuais respectivamente superior ao desempenho das ações da Usiminas.

Outro ponto que chama atenção é que até Jan16 todo setor ligado à indústria do aço sofreu e as ações perderam valor. Enquanto que o IBOVESPA perdeu 34% do valor no período, as ações de CSN, Gerdau e Vale se desvalorizaram em média 68% no mesmo período, enquanto que a Companhia se desvalorizou 90%, desempenho pior que outras empresas do setor.

A comparação da performance do valor das ações da Usiminas com a CSN, Gerdau e Vale de Set14 até Jan16 confirma a premissa de que a disputa entre acionistas afeta o valor da

Companhia uma vez que em todo período analisado a performance da Companhia é pior que as empresas do setor.

No ano de 2016 é possível observar uma recuperação do IBOVESPA, das empresas do setor e da própria Companhia. Entretanto, enquanto que o IBOVESPA fechou Dez16 com uma perda acumulada desde Set14 de 1% e a CSN, Gerdau e Vale em média recuperam parte das perdas fechando com uma perda média acumulada de apenas 8%, a Companhia registrou uma perda acumulada de 49% neste mesmo período.

A comparação da performance do valor das ações da Usiminas com a CSN, Gerdau e Vale no ano de 2016 confirma a premissa de que mesmo em um período de recuperação do setor, a performance da Companhia é pior que as empresas do setor o que confirma que a disputa entre acionistas afetou negativamente o valor da Companhia.

Análise da performance da companhia nos dias subsequentes a disputa se tornar pública

Este estudo pretende analisar o impacto dos conflitos societários no valor de mercado da Usiminas, especificamente, nos dias subsequentes a informação sobre os conflitos dos controladores da Usiminas ter se tornado pública no final de setembro de 2014.

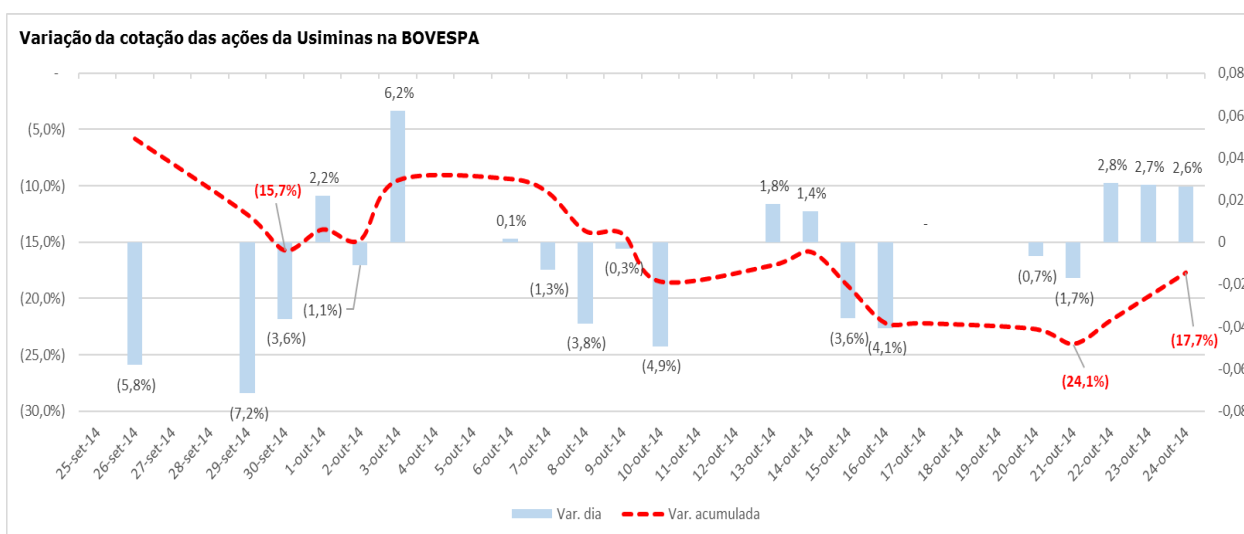


Figura 2: Análise da variação da cotação das ações da Usiminas nos 30 dias posteriores ao início da disputa

Conforme é possível observar no gráfico acima, nos cinco pregões subsequentes à reunião do conselho que exonerou os executivos indicados pela Ternium no dia 25/Set/2014, o preço das ações preferenciais da Usiminas despencou 15,7%.

No dia 21/Out/2014 as ações da Companhia chegaram a R\$5,74, desvalorização de 24,1% em relação a cotação de 25/set/2014 que era de R\$7,56. Entre o dia 21/Set e 24/Set/2014 as ações da Usiminas recuperam parte das perdas fechando os 30 dias subsequentes ao início da disputa pública com uma desvalorização acumulada de 17,7%.

A análise da performance do valor das ações da Usiminas nos 30 dias posteriores a reunião de conselho que tornou pública a disputa no controle societário da Usiminas confirma a premissa de que a disputa entre acionistas afeta o valor da Companhia uma vez que em menos de 30 dias o valor das ações da Usiminas chegou a se desvalorizar 24,1% em relação a cotação do dia 25/Set/2014.

Conclusões

O objetivo deste estudo foi observar se a premissa de que a disputa entre os acionistas impactou negativamente o valor das ações da Usiminas na BM&FBOVESPA.

Tendo como base a análise das cotações das ações da Usiminas, de outras empresas do setor e a performance do índice BOVESPA do período, pode-se verificar fortes indícios de que o conflito de agência que culminou com a disputa dentro do bloco controlador afetou negativamente a performance das ações da Companhia uma vez que não só ocorreu uma queda relevante no valor das ações nos 30 dias subsequentes ao início da disputa mas também em função da performance das ações da Companhia ter sido inferior em comparação com outras empresas do setor nos 2 anos subsequentes ao início da disputa.

Como sugestão para trabalhos futuros, pode ser estudado o período de 2017 e 2018, período este que a disputa societária da Companhia continuou, mas se acomodou com o posicionamento da CVM e da justiça, para observar se uma melhor estabilidade no controle da Companhia foi percebida pelo mercado como redutora do risco da Companhia e conseqüentemente se isso se refletiu na recuperação do valor das ações da Companhia.

Referências

- BAUER, R.; GUENSTER, N.; OTTEN, R. **Empirical Evidence on Corporate Governance in Europe**. The Effect on Stock Returns, Firm Value and Performance. EFMA 2004 Basel Meetings **Paper**, out/2003.
- BRAGA-ALVES, Marcus V.; SHASTRI, K. **Corporate Governance, Valuation and Performance: Evidence from a Voluntary Market Reform in Brazil**. Financial Management, Vol. 40, No. 1, pp. 139-157, 2011.
- BRASIL. Lei nº 6.404, 15 de dezembro de 1976. **Diário Oficial da República Federativa do Brasil (suplemento)**, Brasília, DF, 17 dez. 1976. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm>. Acesso em 24 jan. 2018.
- DUARTE JÚNIOR, Antonio Marcos. **Governança Corporativa na Petrobras?**. GVcasos - Revista Brasileira de Casos de Ensino em Administração, v. 6, p. 1-20, 2016.
- IBGC. **Governança Corporativa**, 2017. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/index.php/governanca/governanca-corporativa>>. Acesso em: 23 dez. 2017.
- JENSEN, M; MECKLING, W. **Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure**. Journal of Financial Economics, 1976, 3, p. 305-360.
- KHANNA, Vikramaditya S.; BLACK, Bernard S. **Can Corporate Governance Reforms Increase Firms' Market Values? Evidence from India**. Journal of Empirical Legal Studies, Vol. 4, 2007.

- OLIVEIRA, D. de P.R. **Governança Corporativa na Prática**. Ed. Atlas, São Paulo. 2015.
- RAIMUNDO, Dinis Augusto Fernandes. **A Influência da Governança Corporativa no Valor das Empresas Brasileiras**. Rio de Janeiro, RJ. Apresentado como dissertação de mestrado, IBMEC, 2011.
- ROSSETI, J.P., ANDRADE, A. **Governança Corporativa Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências**. Sétima edição, Ed. Atlas, São Paulo. 2014.
- SALTAJI, ISSAM MF. **Corporate Governance and Agency Theory How to Control Agency Costs**. Internal Auditing & Risk Management, Anul VIII, Nr.4(32), December 2013.
- SUBRAMANIAN, G. **“Corporate Governance 2.0”**. Harvard Business Review, 2015. Disponível em: < <https://hbr.org/2015/03/corporate-governance-2-0>>. Acesso em: 23 dez. 2017.