

GOVERNANÇA CORPORATIVA EM INSTITUIÇÕES DE EDUCAÇÃO SUPERIOR PRIVADAS: EVIDÊNCIAS DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

CORPORATE GOVERNANCE IN PRIVATE HIGHER EDUCATION INSTITUTIONS: EVIDENCE FROM THE BRAZILIAN CAPITAL MARKET

Annor da Silva Junior, Doutor

<http://orcid.org/0000-0003-4124-5277>

annorsj@gmail.com | annor.silva@ufes.br

Universidade Federal do Espírito Santo | Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis e em Administração
Vitória | Espírito Santo | Brasil

Vitor Correa da Silva, Doutor

<https://orcid.org/0000-0001-7199-029X>

vitor_correa@msn.com

Centro Universitário do Espírito Santo | Departamento de Ciências Contábeis
Vitória | Espírito Santo | Brasil

Miguel Carlos Ramos Dumer, Mestre

<https://orcid.org/0000-0002-9527-1991>

prof.migueldumer@gmail.com

Universidade Federal do Espírito Santo | Programa de Pós-Graduação em Administração
Vitória | Espírito Santo | Brasil

Priscilla de Oliveira Martins-Silva, Doutora

<https://orcid.org/0000-0002-2922-6607>

priscillamartinssilva@gmail.com | priscilla.silva@ufes.br

Universidade Federal do Espírito Santo | Programa de Pós-Graduação em Administração e em Psicologia
Vitória | Espírito Santo | Brasil

Agradecemos ao apoio das agências de fomento (1) Conselho Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico (CNPq) por meio do processo nº 305247/2017-4; e (2) Fundação de Amparo à Pesquisa e Inovação do Espírito Santo (FAPES) por meio do Termo de Outorga nº 229/2019.

Recebido em 03/janeiro/2020

Aprovado em 16/julho/2020

Publicado em 01/setembro/2020

Sistema de Avaliação: *Double Blind Review*



Esta obra está sob uma Licença Creative Commons Atribuição-Uso.

RESUMO

Analisa-se neste artigo a governança corporativa em Instituições de Educação Superior (IES) brasileiras listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B^[3]). Apoiado na teoria de agência, articulou-se a perspectiva conceitual acerca da governança corporativa para identificar a configuração da estrutura de governança das instituições. Realizou-se uma pesquisa documental, por meio de triangulação de dados no período de 2013 a 2018. Na análise da configuração foram utilizadas 12 características definidoras e a mensuração do índice de governança corporativa por meio de modelo com 4 dimensões e 16 perguntas. Os resultados indicam a presença de dois grupos de instituições. Enquanto a Estácio Participações S.A. e a Kroton Educacional S.A. formam o grupo das instituições cuja governança se caracteriza pela composição acionária pulverizada, controle exercido pelo *Chief Executive Officer* (CEO), problema de agência do tipo I (propriedade e agência) e com índice de governança avançado; a Anima Holding S.A. e a Ser Educacional S.A. formam o outro grupo cuja governança se caracteriza pela composição acionária concentrada, controle exercido pelos acionistas, problema de agência do tipo II (majoritários e minoritários) e com índices de governança avançado/alto. As diferenças entre os grupos geram impactos na relação das IES com o mercado, sobretudo em termos de captação de recursos.

Palavras-chave: Instituições de Educação Superior. Governança Corporativa. Índice de Governança Corporativa. Educação Superior Brasileira. Mercado de Capitais.

ABSTRACT

This paper aims to analyze the corporate governance in Brazilian Higher Education Institutions (HEI) listed in Brazil, Bolsa, Balcão (B^[3]). Anchored on agency theory, it was articulated the conceptual perspective on corporate governance in order to identify the governance structure configuration of this institutions. A documentary research was carried out through data triangulation from 2013 to 2018. To analyze the governance configuration were used 12 defining characteristics and the corporate governance index, measured by a model with 4 dimensions and 16 questions. The results indicate the presence of two institutions' groups. While Estácio Participações S.A. and Kroton Educacional S.A. constitute the group of institutions whose governance is characterized by pulverized ownership, control exercised by the Chief Executive Officer (CEO), type I agency problem (ownership and agency) and advanced governance index; Anima Holding S.A. and Ser Educacional S.A. constitute the other group whose governance is characterized by ownership concentration, control exercised by shareholders, type II agency problem (majority and minority) and advanced/high governance index. Differences between groups cause impacts on the relationship between HEI and the market, especially in terms of fund-raising.

Keywords: Higher Education Institutions. Corporate Governance. Corporate Governance Index. Brazilian Higher Education. Capital Market.

1 INTRODUÇÃO

Neste artigo, analisou-se a governança corporativa (HART, 1995; SILVA JUNIOR; MUNIZ; MARTINS, 2009; ROSSETTI; ANDRADE, 2014) das 4 companhias que se configuram como Instituições de Educação Superior (IES) presentes no mercado de capitais brasileiro. Estas 4 IES que compõem o setor da educação superior na Brasil, Bolsa, Balcão (B^[3]), concentram aproximadamente 26% do total de matrículas nos cursos de graduação (SILVA JUNIOR et al., 2017b), indicando a sua relevância na educação superior brasileira.

Ancorou-se a discussão na teoria de agência que pressupõe a existência de um relacionamento de agência por meio de um contrato no qual o acionista (principal) contrata um gestor (agente) para, em seu nome, tomar decisões gerenciais (JENSEN; MECKLING, 1976). Nesta relação de agência, Jensen e Meckling (1976) apontam para a possibilidade de ambas as partes agirem em benefício próprio indicando, com isso, a existência de potenciais divergências ou conflito de interesses entre o principal e o agente. Este conflito de interesses, também conhecido como problema de agência requer o monitoramento das ações do agente por parte do principal ocasionando a presença de custos de agência (JENSEN; MECKLING, 1976).

De acordo com Renders e Gaeremynck (2012) uma forma de lidar com o problema de agência no contexto organizacional é o aprimoramento dos mecanismos de governança corporativa. Dentre as diversas definições de governança corporativa presentes na literatura, destaca-se neste estudo as visões de Hart (1995) e de Silva Junior, Muniz e Martins (2009). Para Hart (1995) a governança corporativa surge no contexto organizacional mediante duas condicionantes: (1) a presença de problema de agência envolvendo os membros da organização (principal, agente, trabalhadores ou consumidores); e (2) a presença de custos de transação elevados, que inviabilizam o seu tratamento por meio de contratos.

Silva Junior, Muniz e Martins (2009), por sua vez, definem a governança corporativa como sendo um sistema de regulação da relação entre a propriedade (interesses dos acionistas ou principal), a gestão (interesses dos executivos ou agente) e os múltiplos interesses dos demais *stakeholders* (clientes, consumidores, agências reguladoras, sociedade, entre outros), com capacidade de proporcionar à organização transparência em suas operações, eficiência em seus processos internos e externos e eficácia em seus resultados. Visto assim, apoiado nas contribuições de Hart (1995) e de Silva Junior, Muniz e Martins (2009) assume-se neste

estudo que a governança corporativa se faz presente em todos os tipos de organizações, que possuem as características mencionadas, o que inclui as que se configuram como IES.

Estudos sobre a presença da governança corporativa nas IES vêm sendo realizados em distintos contextos internacionais, inclusive no Brasil. Por exemplo, Marioara e Cristina-Petrina (2013) analisaram os princípios de governança corporativa das IES da Romênia. Para Marioara e Cristina-Petrina (2013), as universidades romenas adotam de forma deficitária os princípios de governança corporativa em sua cultura organizacional e, por esta razão, não se beneficiam de gestões universitárias eficientes e eficazes.

Barac e Marx (2012) realizaram uma pesquisa *survey* junto aos “*Registrars*” de IES públicas da África do Sul. Os “*Registrars*” são profissionais sêniores que assumem uma espécie de papel de inspetor externo vinculado ao Senado sul-africano, mas que participam do processo decisório no cotidiano das IES. Como resultado, os autores encontraram evidências da existência de alto nível de apoio para práticas sólidas de governança corporativa das IES da África do Sul, bem como para o papel dos “*Registrars*” que possuem uma atuação de forma mais independente no âmbito das IES.

No contexto brasileiro destacam-se dois estudos. No primeiro, Silva Junior, Muniz e Martins (2009) analisaram o modelo de governança corporativa de uma IES familiar de grande porte. Os autores identificaram que a governança corporativa da IES investigada caracteriza-se pela dissociação entre a estrutura de propriedade (entidade mantenedora tipicamente familiar) e a estrutura de gestão (entidade mantida), viabilizando o surgimento de um ambiente político dinâmico e complexo na gestão universitária. Como consequência, Silva Junior, Muniz e Martins (2009) constataram a presença da separação de papéis de empreendedor (exercido pelo proprietário familiar) e de gestores (exercido pelos gestores da mantenedora e da mantida), bem como da profissionalização da gestão universitária. No conjunto, esses aspectos impactaram positivamente na trajetória de crescimento da IES familiar investigada.

O segundo estudo, de natureza bibliométrica realizado por Ferreira, Baidya e Dalbem (2018) se dedicou a mapear a produção científica brasileira acerca da governança corporativa em IES, publicadas em periódicos nacionais disponíveis no SPELL, Google Acadêmico e classificados entre os estratos A2 e B5 do Qualis/Capes entre os anos de 2005 a 2013. A síntese dos resultados evidencia o predomínio de pesquisas descritivas, qualitativas e de estudos de casos. Além disso, as publicações ao abordarem a questão da governança

corporativa nas IES discutem temas como percepção dos *stakeholders*; responsabilidade social corporativa (RSC); estrutura de propriedade e de controle; IES familiares; *disclosure* e *accountability*; governança e desempenho e governança de tecnologias da informação.

Levando em consideração às contribuições de Silva Junior, Muniz e Martins (2009), Barac e Marx (2012), Marioara e Cristina-Petrina (2013) e Ferreira, Baidya e Dalbem (2018) é possível constatar o interesse de pesquisadores por investigar o fenômeno da governança corporativa nas IES. Apoiado no modelo estrutural e dinâmico das IES brasileiras proposto por Silva Junior e Muniz (2004), assume-se neste estudo que a governança corporativa é um fenômeno típico destas organizações. Isto pelo fato de as IES brasileiras se constituírem como um sistema formado por dois subsistemas autônomos e interdependentes, quais sejam, (1) a entidade mantenedora que representa a estrutura de propriedade; e (2) a entidade mantida que representa a estrutura de gestão.

Diante destas considerações e das evidências teóricas e empíricas apresentadas em estudos anteriores (SILVA JUNIOR; MUNIZ, 2004; SILVA JUNIOR; MUNIZ; MARTINS, 2009; BARAC; MARX, 2012; MARIOARA; CRISTINA-PETRINA, 2013; FERREIRA; BAIDYA; DALBEM, 2018), o presente estudo se propõe a responder o seguinte problema de pesquisa: **Como se configura a governança corporativa de Instituições de Educação Superior listadas no mercado de capitais brasileiro?** Definiu-se como objetivo geral da pesquisa identificar a configuração da governança corporativa de Instituições de Educação Superior listadas no mercado de capitais brasileiro.

Metodologicamente, realizou-se uma pesquisa documental (PAYNE; PAYNE, 2004; MOGALAKWE, 2006), com dados coletados por meio de triangulação (DENZIN, 1989; JENSEN; JANKOWSKI, 1993). Foram investigadas todas as 4 IES que formam o setor da educação superior brasileiro na B^[3], quais sejam: (1) Anima Holding S.A., identificada como Anima; (2) Estácio Participações S.A., que recentemente adotou a denominação de “YDUQS”, identificada como Estácio; (3) Kroton Educacional S.A., identificada como Kroton; e (4) Ser Educacional S.A., identificada como Ser.

Para permitir maior comparabilidade entre as IES investigadas, optou-se por iniciar a análise a partir de 2013, primeiro ano em que as 4 instituições negociaram ações simultaneamente no mercado de capitais brasileiro. Assim, o período de análise da pesquisa foi de 2013 a 2018, ou seja, 6 anos. Para a análise da configuração de governança corporativa destas IES foram utilizadas (1) 12 características definidoras (HART, 1995; YOUNG et al.,

2008; PINTO; LEAL, 2013; GOPALAN et al. 2014; ROSSETTI; ANDRADE, 2014; TAVARES; PENEDO, 2018; SILVA; LANA; MARCON, 2018); e (2) a mensuração do Índice de Governança Corporativa (IGC) por meio de modelo composto por 4 dimensões e 16 perguntas (SILVEIRA; BARROS; FAMÁ, 2004; LEAL; SILVA, 2005; SILVA; LEAL, 2005; BORTOLON; SILVA JUNIOR, 2015).

Pelo menos dois argumentos centrais justificam a realização da pesquisa. O primeiro refere-se às especificidades de cada contexto internacional (BARAC; MARX, 2012; MARIOARA; CRISTINA-PETRINA, 2013) e, consequentemente, a diferenciação em relação à investigação realizada neste estudo. Por exemplo, enquanto que na África do Sul observa-se a presença dos “*Registrars*” exercendo papel relevante na governança institucional (BARAC; MARX, 2012); e na Romênia, verifica-se que a ausência de uma cultura organizacional compromete a efetividade da governança acadêmica (MARIOARA; CRISTINA-PETRINA, 2013); no presente estudo, o contexto de investigação é altamente regulamentado e a governança corporativa é algo inerente às IES presentes no mercado de capitais (SILVA JUNIOR; MUNIZ, 2004; SILVA JUNIOR; MUNIZ; MARTINS, 2009; SILVA JUNIOR et al., 2017). Estas especificidades contextuais enaltecem a relevância desta pesquisa, que possui potencial para viabilizar possíveis análises comparativas em relação a outros estudos internacionais sobre governança corporativa em IES.

O segundo argumento refere-se as lacunas teóricas e metodológicas de estudos anteriores realizados no Brasil (SILVA JUNIOR; MUNIZ; MARTINS, 2009; FERREIRA; BAIDYA; DALBEM, 2018). Diferentemente de como se caracteriza a produção científica nacional, com predomínio de pesquisas descritivas, qualitativas e de estudos de casos; o presente estudo volta-se para a análise mais ampla por envolver o setor educacional superior presente na B^[3], ancorado na teoria de agência (JENSEN; MECKLING, 1976) por meio de pesquisa documental (PAYNE; PAYNE, 2004; MOGALAKWE, 2006) e com triangulação de dados (DENZIN, 1989; JENSEN; JANKOWSKI, 1993) junto a diferentes fontes, tais como, à própria B^[3], a Comissão de Valores Mobiliário (CVM), a base de dados Comdinheiro, o Instituto Nacional de Estudos e Pesquisas Educacionais Anísio Teixeira (INEP) e o Ministério da Educação (MEC). Este recorte pode ser considerado inovador no campo.

O artigo está estruturado em quatro seções além da presente introdução. Na segunda seção é apresentada a fundamentação teórica. A terceira seção se dedica à descrição dos

procedimentos metodológicos da pesquisa. Na seção seguinte são apresentados os resultados da pesquisa. Por fim, na quinta e última seção apresentam-se as conclusões da pesquisa.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Apresenta-se nesta seção as considerações teóricas acerca dos três temas centrais do estudo: IES, governança corporativa e mercado de capitais. A seção está estruturada em três subseções, sendo que na primeira, de natureza mais genérica, são abordados aspectos relativos às IES, à governança corporativa e ao mercado de capitais. A segunda e a terceira subseções, de natureza mais específica, se dedicam, respectivamente, à apresentação das características definidoras da governança corporativa e do IGC, vistas neste estudo como a forma de identificar a configuração da governança corporativa das IES investigadas.

2.1 AS INSTITUIÇÕES DE EDUCAÇÃO SUPERIOR (IES) PRIVADAS, GOVERNANÇA CORPORATIVA E O MERCADO DE CAPITAIS

Nas últimas três décadas a educação superior privada brasileira em geral e, as IES privadas em específico, passaram por significativas transformações. Dentre estas transformações podem ser destacadas: (1) a mudança no regime de tributação, que permitiu que as mantenedoras de IES privadas pudessem assumir a condição de instituições com fins lucrativos e sem fins lucrativos; (2) criação de novas formas de IES, que passaram a poder se configurar como universidade, centro universitário, faculdade isolada e/ou integrada e Instituto Superior de Educação; (3) novas modalidades de cursos e/ou programa dos quais inclui-se: graduação, pós-graduação aperfeiçoamento, pós-graduação *lato sensu*, pós-graduação *stricto sensu* (mestrado e doutorado: acadêmico e/ou profissional), sequenciais e extensão; (4) novas modalidades de ensino do tipo presencial, semipresencial e de educação à distância (EAD); e (5) novas formas de financiamento e/ou concessão de bolsas por parte do poder público via políticas públicas institucionalizadas como o Fundo de Financiamento Estudantil – Fies e o Programa Universidade para Todos – ProUni (SILVA JUNIOR; MUNIZ, 2004; SILVA JUNIOR et al., 2017a; SILVA JUNIOR et al., 2017b).

Das transformações destacadas, a mudança no regime tributário das mantenedoras de IES é, possivelmente, a mais relevante para as discussões empreendidas nesta pesquisa. Conforme Silva Junior e Muinz (2004), Silva Junior et al. (2017a; 2017b), antes da Lei de Diretrizes e Bases da Educação Nacional (LDBEN) – Lei n.º 9.394/1996, todas as IES privadas obrigatoriamente eram constituídas como instituições sem fins lucrativos

(comunitárias, confessionais, filantrópicas ou associações civis sem finalidade lucrativa). Somente após a regulamentação da LDBEN é que as entidades mantenedoras de IES puderam assumir a condição empresarial e de finalidade lucrativa assumindo as diversas formas jurídicas previstas na legislação brasileira, como por exemplo, Sociedade Anônima aberta e/ou fechada, Sociedade por Cotas de Responsabilidade Limitada, Sociedade em Comandita, etc. (SILVA JUNIOR; MUNIZ, 2004; SILVA JUNIOR et al., 2017a; SILVA JUNIOR et al., 2017b).

Assim, à partir do início dos anos 2000, observou-se na educação superior privada brasileira um movimento em que algumas entidades mantenedoras de IES sem finalidade lucrativa se transformaram para a modalidade com finalidade lucrativa e novas entidades mantenedoras de IES já foram criadas com finalidade de lucro (SILVA JUNIOR et al., 2017a).

Dentre o conjunto de possibilidades jurídicas, chama a atenção as IES que assumiram a condição de Sociedade Anônima de Capital Aberto (S.A.). As primeiras IES a passarem pelo processo de *Initial Public Offering – IPO* (em português, Oferta Pública Inicial) junto à antiga BM&FBovespa foram a Anhanguera Educacional S.A. (identificada como Anhanguera), a Estácio e a Kroton, no ano de 2007 (SILVA JUNIOR et al., 2017b). O ano de 2013 foi a vez da Anima e da Ser fazerem o seu *IPO* e, foi o ano em que a Anhanguera foi adquirida pela Kroton, fazendo com que o setor educacional superior no mercado de capitais (B^[3]) fosse constituído por quatro companhias: Anima, Estácio, Kroton e Ser (SILVA JUNIOR, et al., 2017b).

A atuação destas IES no mercado de capitais (B^[3]) requer a adoção de uma governança corporativa ancorada em valores de *fairness* (senso de justiça e equidade), *disclosure* (transparência na evidenciação de informações), *accountability* (prestação de contas responsável) e *compliance* (conformidade legal). Esses valores orientam o relacionamento das IES com o conjunto de *stakeholders* institucionais (HART, 1995; SILVA JUNIOR; MUNIZ; MARTINS, 2009; ROSSETTI; ANDRADE, 2014). No âmbito da B^[3], as quatro IES do setor educacional fazem parte do segmento do Novo Mercado que é o seguimento que representa o grupo de companhias com o mais elevando grau de governança corporativa (SILVA JUNIOR et al., 2017b; TAVARES; PENEDO, 2018).

As duas subseções seguintes apresentam dois aspectos que, no conjunto fornecem meios para a identificação da configuração da governança corporativa das IES investigadas. O

primeiro aspecto diz respeito às características definidoras da governança corporativa (HART, 1995; YOUNG et al., 2008; PINTO; LEAL, 2013; GOPALAN et al. 2014; ROSSETTI; ANDRADE, 2014; TAVARES; PENEDO, 2018; SILVA; LANA; MARCON, 2018) e o segundo refere-se ao IGC (SILVEIRA; BARROS; FAMÁ, 2004; LEAL; SILVA, 2005; SILVA; LEAL, 2005; BORTOLON; SILVA JUNIOR, 2015).

2.2 GOVERNANÇA CORPORATIVA: CARACTERÍSTICAS DEFINIDORAS

Nesta subseção da fundamentação teórica aborda-se a governança corporativa (HART, 1995; SILVA JUNIOR; MUNIZ; MARTINS, 2009), mais especificamente, as características definidoras (HART, 1995; YOUNG et al., 2008; PINTO; LEAL, 2013; GOPALAN et al. 2014; ROSSETTI; ANDRADE, 2014; TAVARES; PENEDO, 2018; SILVA; LANA; MARCON, 2018). Estas características definidoras são consideradas típicas de organizações do tipo S.A. de capital aberto e foram aqui estruturadas em 12 itens na forma seguinte:

1. Segmento de listagem: refere-se aos segmentos adotados pela B^[3] com regras próprias de governança corporativa que permite agrupar um conjunto de companhias segundo o seu perfil de governança. Na B^[3] existem cinco segmentos com critérios diferenciados, sendo o primeiro o mais exigente e os demais em ordem decrescente de exigência: (a) Novo Mercado (NM), (b) Nível 1 (N1), (c) Nível 2 (N2), (d) Bovespa Mais (BM) e (e) Bovespa Mais Nível 2 (BMN2) (TAVARES; PENEDO, 2018; B^[3], 2019).
2. Composição acionária: diz respeito à forma como o conjunto de ações da companhia está distribuído entre os acionistas. A composição acionária pode indicar um maior grau de concentração das ações em poucos acionistas (acionista controlador) ou a pulverização das ações junto a um conjunto mais amplo de acionistas (ROSSETTI; ANDRADE, 2014).
3. Fonte predominante de financiamento: as fontes de financiamento podem ser por meio de endividamento ou capital de terceiros (*debt*) ou via emissão de ações ou capital próprio (*equity*) (HART, 1995; ROSSETTI; ANDRADE, 2014).
4. Relação entre a propriedade e o controle: é uma decorrência da composição acionária. Quando houver concentração das ações, o controle da companhia será exercido pelo acionista controlador. Diferentemente, quando houver pulverização das ações entre os acionistas, o controle será exercido pelo executivo (*Chief Executive Officer – CEO*) (ROSSETTI; ANDRADE, 2014).
5. Relação entre a propriedade e a gestão/direção: essa relação pode se configurar pela (a) dissociação (ou separação) entre a propriedade e a gestão, ou seja, a estrutura de propriedade e a gestão são exercidos por atores sociais distintos; ou (b) pela

sobreposição entre a propriedade e gestão, caso em que a gestão é exercida pelo acionista controlador (ROSSETTI; ANDRADE, 2014).

6. Tipologia do conflito de agência: a despeito de outras possibilidades de conflitos de agência (SILVA JUNIOR; MUNIZ; MARTINS, 2009; ROSSETTI; ANDRADE, 2014) os dois tipos clássicos de conflito de agência são o do tipo I, que envolve a relação entre principal (acionista) e agente (CEO) e, o do tipo II, que envolve a relação entre principal e principal (acionistas majoritários e minoritários). Esta tipologia é uma decorrência direta da composição acionária e da relação entre a propriedade e o controle, indicando que em companhias cuja propriedade é concentrada, o conflito é do tipo II, e quando a composição acionária é pulverizada, predomina o tipo I (YOUNG et al., 2008; ROSSETTI; ANDRADE, 2014; SILVA; LANA; MARCON, 2018).
7. Proteção legal dos minoritários: refere-se à existência ou não de instrumentos normativos (legais e infralegais) que determinam a forma de proteção que é dada aos acionistas minoritários (ROSSETTI; ANDRADE, 2014; SILVA; LANA; MARCON, 2018).
8. Composição do conselho de administração: identifica a composição do conselho de administração como representante dos interesses da estrutura de propriedade (ROSSETTI; ANDRADE, 2014).
9. Liquidez de participação acionária: a liquidez sofre impacto da concentração ou pulverização das ações. Quanto maior a concentração da propriedade, menor tende a ser a liquidez da participação acionária e quanto maior for a pulverização das ações, maior tende a ser a liquidez da participação acionária (ROSSETTI; ANDRADE, 2014).
10. Forças de controle mais atuantes: decorre da relação entre a concentração ou pulverização do controle acionário. Podem ser (a) externas (mercado de capitais) quando as ações forem pulverizadas e com maior liquidez; ou (b) internas (concentração da propriedade) quando as ações estiverem sob o comando de acionista controlador (ROSSETTI; ANDRADE, 2014).
11. Modelo de governança praticado: avalia a abrangência do modelo de governança corporativa, indicando se o mesmo privilegia os interesses dos *shareholders* (acionistas) ou de um grupo mais ampliado de *stakeholders* (demais partes interessadas) (ROSSETTI; ANDRADE, 2014).
12. Remuneração de executivos: representa um mecanismo utilizado pela estrutura de propriedade (principal) para monitorar e controlar as atividades do executivo (agente) com vistas a promover o alinhamento de interesses entre a propriedade e a gestão (GOPALAN et al. 2014; ROSSETTI; ANDRADE, 2014). Segundo Pinto e Leal (2013), existe uma relação negativa entre a remuneração de executivos e concentração da propriedade (presença de um acionista controlador) e, consequentemente, uma relação positiva entre remuneração de executivos e pulverização das ações.

No conjunto, estas 12 características definidoras contribuem para a melhor compreensão de como a governança corporativa das IES investigadas se estrutura. Associado ao IGC, é possível ter uma noção mais clara da configuração da governança corporativa destas instituições que formam o setor da educação superior na B^[3].

2.3 INDICE DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IGC)

Desde que a governança corporativa se tornou um dos temas mais discutidos no universo corporativo (ROSSETTI; ANDRADE, 2014), diversos autores passaram a se preocupar com meios de mensurar a sua efetividade. Uma das possibilidades utilizadas para a mensuração da efetividade da governança corporativa é por meio da elaboração de índices (SILVEIRA; BARROS; FAMÁ, 2004; LEAL; SILVA, 2005; SILVA; LEAL, 2005; TU; KHANH; QUYEN, 2014; BORTOLON; SILVA JUNIOR, 2015).

Optou-se neste estudo por utilizar o Índice de Governança Corporativa (IGC) utilizado por Bortolon e Silva Junior (2015). Este IGC foi elaborado com base nas contribuições de Silveira; Barros e Famá (2004), Leal e Silva (2005), Silva e Leal (2005) e de He e Ho (2011). O IGC possui quatro dimensões, quais sejam, (1) estrutura de propriedade, (2) ética e conflito de interesses, (3) *disclosure* e (4) conselho de administração. Para cada dimensão do IGC foram elaboradas perguntas específicas que podem ser respondidas por meio de pesquisa documental (BORTOLON; SILVA JUNIOR, 2015). No total são 16 perguntas que estão distribuídas entre as dimensões conforme destacado no Quadro 1 a seguir.

Quadro 1 Índice de Governança Corporativa (IGC)

Dimensão	Perguntas	Fundamentação Teórica
Estrutura de propriedade	1) O maior acionista possui menos de 50% das ações com direito de voto (ordinárias)?	Silva e Leal (2005)
	2) O percentual de ações sem direito a voto (preferências) em relação ao capital total é inferior a 50%?	Silveira; Barros e Famá (2004)
	3) A relação entre o direito de voto do maior acionista e o direito sobre o fluxo de caixa é menor ou igual a 1?	Silva e Leal (2005)
	4) O <i>free-float</i> do total de ações é maior ou igual ao que é exigido no Nível 1 de listagem da B ^[3] (25%)?	Silva e Leal (2005)
	5) A IES concede direitos de <i>tag-along</i> além do que é legalmente exigido (acionistas votantes minoritários devem receber 80% do valor pago aos acionistas controladores)?	Leal e Silva (2005)

Dimensão	Perguntas	Fundamentação Teórica
Ética e conflitos de interesse	1) A IES está livre de quaisquer questionamentos da CVM e/ou multas por práticas ilícitas de governança ou outras violações da lei de valores mobiliários nos últimos cinco anos?	Leal e Silva (2005)
	2) A IES foi inquirida pela CVM a respeito de variações anormais de preço ou quaisquer outras atividades suspeitas?	He e Ho (2011)
	3) Os estatutos da IES estabelecem arbitragem para resolver conflitos societários?	Silva e Leal (2005)
Disclosure	1) A IES produz seus relatórios financeiros legalmente exigidos na data exigida?	Leal e Silva (2005)
	2) A IES utiliza uma das principais empresas mundiais de auditoria (PWC, Arthur Andersen, KPMG, Ernst & Young, Deloitte)?	Leal e Silva (2005)
	3) A IES divulga no seu relatório anual informação de compensação para os membros do conselho e CEO?	Leal e Silva (2005)
Conselho de administração	1) O presidente do conselho e o CEO são pessoas diferentes?	Silveira; Barros e Famá (2004) e Leal e Silva (2005)
	2) O conselho está claramente composto de diretores externos e possivelmente independentes?	Silveira; Barros e Famá (2004) e Leal e Silva (2005)
	3) O tamanho do conselho está entre 5 a 9 membros?	Silveira; Barros e Famá (2004) e Leal e Silva (2005)
	4) A IES tem comitês de monitoramento, além do conselho de administração e do conselho fiscal?	Leal e Silva (2005)
	5) Há um conselho fiscal permanente?	Leal e Silva (2005)

Fonte: Adaptado de Bortolon e Silva Junior (2015).

Conforme destacam Bortolon e Silva Junior (2015), a dimensão “estrutura de propriedade” do IGC tem como objetivo analisar a composição das ações, a concentração das ações votantes, relação entre direitos de voto e direitos ao fluxo de caixa, *free-float* (percentual de ações livres à negociação no mercado) e *tag-along* (mecanismo de proteção a acionistas minoritários). Já a dimensão “ética e conflitos de interesse” refere-se à mensuração da relação de questões relacionadas à ética, ao controle externo e interno da CVM e da própria IES, respectivamente. A dimensão “*disclosure*”, diz respeito à transparência da IES em termos de informações reportadas ao mercado e à chancela de empresas globais de auditoria em seus relatórios. Por fim, a dimensão, “conselho de administração” dedica-se à relação entre a propriedade e a gestão, composição e tamanho do conselho e, a existência de comitês no conselho.

O IGC elaborado por Bortolon e Silva Junior (2015) admite resultados de 0 (zero) a 16 (dezesseis). Para a mensuração do índice, adotou-se como critério conferir 1 (um) para as respostas positivas e 0 (zero) para as respostas negativas. Como forma de avaliação do índice, optou-se neste estudo por identificar cinco níveis possíveis de resultados de mensuração do IGC, são eles: (1) Nível 1 – Ausência de Governança Corporativa, quando o resultado for 0 (zero); (2) Nível 2 – Índice Baixo, quando o resultado estiver no intervalo entre 1 (um) e 4 (quatro); (3) Nível 3 – Índice Médio, quando estiver no intervalo entre 5 (cinco) e 8 (oito); (4) Nível 4 – Índice Alto, quando estiver no intervalo entre 9 (nove) e 12 (doze); (5) Nível 5 – Índice Avançado, quando estiver no intervalo entre 13 (treze) e 16 (dezesseis).

3 MÉTODO

A investigação empírica foi conduzida por meio de pesquisa documental (PAYNE; PAYNE, 2004; MOGALAKWE, 2006). A pesquisa documental tem como característica a utilização de fontes documentais para a pesquisa social (MOGALAKWE, 2006). Para realizar a coleta de dados, recorreu-se à triangulação (DENZIN, 1989; JENSEN; JANKOWSKI, 1993). A triangulação de dados envolve a coleta em diferentes fontes considerando as dimensões de tempo, de espaço e de nível analítico (JENSEN; JANKOWSKI, 1993; DENZIN, 1989).

Neste estudo, foram consultados documentos e informações disponíveis nos *sites* das IES, da B^[3], da CVM, do MEC, do INEP e na base de dados *Comdinheiro*. Nesses *sites*, foram consultados documentos como os relatórios de administração, as demonstrações contábeis e as notas explicativas, os Formulários de Referências e outros documentos com informações acerca da gestão universitária das IES que formam o setor educacional superior na B^[3]. O Quadro 2 a seguir apresenta informações das quatro IES investigadas.

Quadro 2 IES presentes no Setor da Educação Superior na B^[3]

Nº	IES (mantenedora)	Segmento [B] ³	Site	IES (mantida)
1	Anima	Novo Mercado	www.animaeducacao.com.br/ri	Universidade São Judas Tadeu, Una, UniBH, entre outras
2	Estácio	Novo Mercado	www.estacioparticipacoes.com.br	Universidade Estácio de Sá, Faculdades Estácio de Sá, entre outras
3	Kroton	Novo Mercado	www.kroton.com.br	Anhanguera, Pitágoras, Unopar, entre outras

Nº	IES (mantenedora)	Segmento [B] ³	Site	IES (mantida)
4	Ser	Novo Mercado	www.sereducacional.com/ri	UniNassau, Faculdade Joaquim Nabuco, Unama, entre outras

Fonte: Dados da pesquisa.

A análise dos dados destas IES, que permitiu identificar a configuração de governança corporativa, teve como referência: (1) 12 características definidoras (HART, 1995; YOUNG et al., 2008; PINTO; LEAL, 2013; GOPALAN et al. 2014; ROSSETTI; ANDRADE, 2014; TAVARES; PENEDO, 2018; SILVA; LANA; MARCON, 2018); e (2) a mensuração do índice de governança corporativa (IGC) composto por 4 dimensões e 16 perguntas (SILVEIRA; BARROS; FAMÁ, 2004; LEAL; SILVA, 2005; SILVA; LEAL, 2005; BORTOLON; SILVA JUNIOR, 2015). Para favorecer maior comparabilidade entre as companhias, optou-se por investigar o período de 6 anos que compreende os anos de 2013 a 2018

A opção por investigar este período tem como fundamento o fato de que foi a partir de 2013 que a atual composição do setor educacional superior na B^[3] se consolidou com quatro IES, após a aquisição da Anhanguera pela Kroton e o *IPO* da Anima e da Ser. Na apresentação dos resultados, optou-se por utilizar informações consolidadas para todo o período. Para isso, utilizou-se a média para as características definidoras de natureza quantitativa e a predominância para as características de natureza qualitativa.

4 APRESENTAÇÃO E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Estruturou-se esta seção em duas subseções. Na primeira subseção serão apresentadas as 12 características definidoras de governança corporativa (HART, 1995; YOUNG et al., 2008; PINTO; LEAL, 2013; GOPALAN et al. 2014; ROSSETTI; ANDRADE, 2014; TAVARES; PENEDO, 2018; SILVA; LANA; MARCON, 2018) das IES investigadas. Na segunda subseção serão apresentados o IGC (SILVEIRA; BARROS; FAMÁ, 2004; LEAL; SILVA, 2005; SILVA; LEAL, 2005; BORTOLON; SILVA JUNIOR, 2015) das instituições.

4.1 CARACTERÍSTICAS DEFINIDORAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

A Tabela 1 apresenta a síntese dos resultados acerca das características definidoras de governança corporativa (HART, 1995; YOUNG et al., 2008; PINTO; LEAL, 2013;

GOPALAN et al. 2014; ROSSETTI; ANDRADE, 2014; TAVARES; PENEDO, 2018; SILVA; LANA; MARCON, 2018) das IES listadas na B^[3]. Ressalta-se que os percentuais apresentados representam a média do período investigado.

Tabela 1 Características Definidoras de Governança Corporativa das IES

Nº	Característica Definidora	Anima	Estácio	Kroton	Ser
1	Segmento de listagem	NM	NM	NM	NM
2	Composição acionária	Concentração 71,91%	Concentração 37,12%	Concentração 20,92%	Concentração 66,76%
3	Fonte de financiamento	<i>Equity</i> 52,83%	<i>Equity</i> 65,17%	<i>Equity</i> 70,83%	<i>Equity</i> 52,50%
4	Propriedade e controle	Acionista majoritário	CEO	CEO	Acionista majoritário
5	Propriedade e direção	Sobreposta	Dissociada	Dissociada	Sobreposta
6	Conflito de agência	Tipo II	Tipo I	Tipo I	Tipo II
7	Proteção minoritários (<i>tag-along</i>)	Regras NM	Regras NM	Regras NM	Regras NM
8	Conselho de administração	41,33% acionistas	7,33% acionistas	15,83% acionista	38,83% acionista
9	Liquidez ações (<i>free float</i>)	28,09%	62,88%	79,08%	33,24%
10	Forma de controle	Interna	Externa	Externa	Interna
11	Modelo de governança	<i>Shareholder</i>	<i>Stakeholder</i>	<i>Stakeholder</i>	<i>Shareholder</i>
12	Remuneração de executivos	Variável 29,10%	Variável 39,50%	Variável 39,00%	Variável 33,00%

Fonte: Dados da pesquisa.

Dos resultados apresentados na Tabela 1 pode-se observar a formação de dois grupos distintos de IES. Um grupo formado pela Estácio e pela Kroton, aqui identificado com Grupo “A” e o outro grupo formado pela Anima e pela Ser, identificado como Grupo “B”.

O Grupo “A” (Estácio e Kroton) possui características definidoras de governança corporativa semelhantes à das companhias anglo-saxônicas (YOUNG et al., 2008; ROSSETTI; ANDRADE, 2014; SILVA; LANA; MARCON, 2018). Possuem como características centrais uma baixa concentração da propriedade com ações em posse de outras organizações e fundos de investimentos. A principal fonte de financiamento é a *equity* com nível de endividamento relativamente baixo (HART, 1995; YOUNG et al., 2008; PINTO; LEAL, 2013; ROSSETTI; ANDRADE, 2014; TAVARES; PENEDO, 2018; SILVA; LANA; MARCON, 2018).

O controle da IES do Grupo “A” é exercido pelo CEO que não participa da estrutura de propriedade. O problema de agência é do tipo I, ou seja, entre o principal e o agente. O

conselho de administração é formado, predominantemente, por conselheiros independentes e poucos acionistas. A liquidez da participação acionária é elevada. A forma predominante de controle é externa pelo mercado de capitais. O modelo de governança privilegia os interesses dos *stakeholders* (HART, 1995; YOUNG et al., 2008; PINTO; LEAL, 2013; ROSSETTI; ANDRADE, 2014; TAVARES; PENEDO, 2018; SILVA; LANA; MARCON, 2018).

O percentual de remuneração variável de executivos é mais elevado quando comparada com as companhias do Grupo “B” indicando que a remuneração está atrelada ao desempenho. Este é um mecanismo típico adotado por companhias com estas características com a finalidade de alinhamento de interesses entre o principal e o agente (PINTO; LEAL, 2013; GOPALAN et al. 2014; ROSSETTI; ANDRADE, 2014).

O Grupo “B” (Anima e Ser) possui características definidoras de governança corporativa típicas das companhias latino americanas, que inclui as companhias familiares brasileiras (YOUNG et al., 2008; PINTO; LEAL, 2013; ROSSETTI; ANDRADE, 2014; SILVA; LANA; MARCON, 2018). Possuem como características centrais uma elevada concentração da propriedade, com ações em posse de poucos acionistas majoritários. Observa-se um equilíbrio na forma de financiamento dos tipos *equity* e *debt* (YOUNG et al., 2008; PINTO; LEAL, 2013; ROSSETTI; ANDRADE, 2014; SILVA; LANA; MARCON, 2018).

As IES do Grupo “B” são controladas pelos acionistas majoritários que participam da estrutura de gestão. O problema de agência é do tipo II, ou seja, entre os acionistas majoritários e minoritários. O conselho de administração é formado predominantemente por acionistas e conselheiros que também participam da gestão. A liquidez da participação acionária é baixa. A forma predominante de controle é interna, via concentração da propriedade. O modelo de governança privilegia os interesses dos *shareholders* (acionistas) (YOUNG et al., 2008; PINTO; LEAL, 2013; ROSSETTI; ANDRADE, 2014; SILVA; LANA; MARCON, 2018).

O percentual de remuneração variável de executivos é mais baixo quando comparada com as companhias do Grupo “A” indicando que a remuneração está menos atrelada ao desempenho. Este é um mecanismo adotado por companhias com estas características, visto que o controle da companhia é exercido pelo acionista majoritário que também exerce a função de executivo (PINTO; LEAL, 2013; GOPALAN et al. 2014; ROSSETTI; ANDRADE, 2014).

4.2 ÍNDICE DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IGC)

A síntese dos resultados do IGC (SILVEIRA; BARROS; FAMÁ, 2004; LEAL; SILVA, 2005; SILVA; LEAL, 2005; BORTOLON; SILVA JUNIOR, 2015) das IES é apresentado pela Tabela 2. Destaca-se que os resultados se referem à média de todo o período investigado. O critério adotado foi de conferir 1 (um) para cada resposta positiva e 0 (zero) para as respostas negativas.

Tabela 2 Índice de Governança Corporativa das IES

Dimensão	Perguntas	Anima	Estácio	Kroton	Ser
Estrutura de propriedade	1	1	1	1	0
	2	1	1	1	1
	3	1	1	1	1
	4	1	1	1	1
	5	1	1	1	1
Ética e conflito de interesses	1	0	0	0	0
	2	1	1	1	1
	3	1	1	1	1
Disclosure	1	1	1	1	1
	2	1	1	1	1
	3	1	1	1	1
Conselho de administração	1	1	1	1	1
	2	1	1	1	1
	3	1	1	0	1
	4	0	0	1	0
	5	0	1	1	0
IGC Total		13	14	14	12
IGC Nível		Avançado	Avançado	Avançado	Alto

Fonte: Dados da pesquisa.

De uma forma geral, observa-se que pelo fato destas IES estarem no segmento do Novo Mercado o qual exige que as companhias possuam elevado grau de governança corporativa (TAVARES; PENEDO, 2018), os resultados dos IGC das 4 instituições foram similares, não apresentando diferenças significativas. Considerando o critério de avaliação com cinco níveis adotado na pesquisa, foi possível constatar que a Anima, a Estácio e a Kroton possuem o IGC com Nível 5 - Avançado, e a Ser possui IGC com Nível 4 - Alto.

Das perguntas do IGC (SILVEIRA; BARROS; FAMÁ, 2004; LEAL; SILVA, 2005; SILVA; LEAL, 2005; BORTOLON; SILVA JUNIOR, 2015), chamou atenção a Pergunta 1 da dimensão ética e conflito de interesses. Nesta pergunta todas as IES obtiveram conceito 0 (zero) indicando a possível existência alguma prática ilícita ou falta de *compliance*. Este é um

aspecto que carece de maiores investigações que permitam uma melhor compreensão deste resultado.

As demais perguntas do IGC que foram mensurados com 0 (zero) representam situações pontuais, como por exemplo, o caso da Ser em termos da primeira pergunta da dimensão estrutura de propriedade. A Ser possui uma elevada concentração da propriedade. Entre os anos de 2013 a 2016 o maior acionista possuía 70% de ações. Já nos anos de 2017 e 2018 este percentual caiu para 55%, indicando um movimento rumo à redução desta concentração.

Um outro aspecto que merece destaque é que no conjunto, estas IES vêm apresentando evolução nos seus IGC. Entre os anos de 2013 a 2018, observou-se um aumento no índice indicando uma possível evolução na governança corporativa destas instituições.

5 CONCLUSÃO

Pretendeu-se com este estudo identificar a configuração de governança corporativa de IES brasileiras listadas no mercado de capitais. Ancorou-se as discussões na teoria de agência (JENSEN; MECKLING, 1976) como suporte para explorar o tema governança corporativa (HART, 1995; SILVA JUNIOR; MUNIZ; MARTINS, 2009; ROSSETTI; ANDRADE, 2014).

Do ponto de vista metodológico, realizou-se uma pesquisa documental (PAYNE; PAYNE, 2004; MOGALAKWE, 2006) por meio de triangulação de dados (DENZIN, 1989; JENSEN; JANKOWSKI, 1993) junto a diversas fontes como a B^[3], a CVM, o INEP, o MEC, os site das IES e a base de dados Comdinheiro. Foram investigadas as 4 IES que fazem parte do setor educacional superior brasileiro na B^[3]: Anima, Estácio, Kroton e Ser.

A análise da configuração de governança corporativa destas IES contou com duas abordagens distintas, porém complementares. De um lado analisou-se as 12 características definidoras de governança corporativa (HART, 1995; YOUNG et al., 2008; PINTO; LEAL, 2013; GOPALAN et al. 2014; ROSSETTI; ANDRADE, 2014; TAVARES; PENEDO, 2018; SILVA; LANA; MARCON, 2018) e, de outro, realizou-se a mensuração do IGC (SILVEIRA; BARROS; FAMÁ, 2004; LEAL; SILVA, 2005; SILVA; LEAL, 2005; BORTOLON; SILVA JUNIOR, 2015).

A síntese dos resultados indica a formação de dois grupos de instituições. O Grupo “A”, formado pela Estácio e pela Kroton, possui uma governança corporativa semelhante às

companhias anglo-saxônicas. Estas IES possuem (1) baixa concentração da propriedade; (2) separação entre a propriedade e a direção; (3) controle da instituição exercido pelo CEO; (4) problema de agência do tipo I, ou seja, entre o principal e o agente; (5) modelo voltado para atender os interesses dos *stakeholders*; e (6) IGC de nível avançado.

Já o Grupo “B”, formado pela Anima e pela Ser, possui uma governança corporativa semelhante às companhias latino americanas e as brasileiras tipicamente familiares. Estas IES possuem (1) elevada concentração da propriedade; (2) sobreposição entre a propriedade e a direção; (3) controle da instituição exercido pelo acionista majoritário controlador; (4) problema de agência do tipo II, ou seja, entre o principal e o principal (entre acionistas majoritários e minoritário); (5) modelo voltado para atender os interesses dos *shareholders*; e (6) IGC de nível avançado para Anima e alto para a Ser.

Estes resultados permitem desenvolver algumas reflexões. Primeiramente, foi possível constatar diferenças significativas na utilização das 12 características definidoras de governança corporativa e do IGC. De fato, do ponto de vista metodológico, o que foi determinante para a segmentação dos dois grupos de IES (Grupo “A” e “B”) foram as 12 características definidoras. Isso pelo fato de que o IGC não teve papel relevante nesta segmentação. Uma possível explicação pode estar relacionado ao fato de todas as 4 IES fazerem parte do Novo Mercado da B^[3] (TAVARES; PENEDO, 2018), segmento este que pressupõe um elevado grau de governança corporativa, nivellando o índice das instituições investigadas.

Um segundo aspecto diz respeito à experiência de atuação no mercado de capitais. É possível que a Estácio e a Kroton por serem mais experientes tenham tido a oportunidade de evoluir mais com as suas configurações de governança corporativa, processos estes que a Anima e a Ser (mais recentes no mercado de capitais) ainda estão passando. Sob este ponto de vista, é possível que, em um futuro próximo, a Anima e a Ser alcancem um estágio de governança corporativa semelhante ao das companhias anglo-saxônicas, aspecto já vivenciado pela Estácio e pela Kroton.

Um terceiro ponto de reflexão diz respeito às diferenças entre esses dois grupos em termos da relação das IES com o mercado, sobretudo no que se refere à captação de recursos. De um lado, a Estácio e a Kroton que possuem um nível de governança mais avançado e fonte predominante de financiamento do tipo *equity* (HART, 1995; ROSSETTI; ANDRADE, 2014) parecem possuir maior facilidade de captar recursos no mercado de capitais, inclusive a um

custo mais baixo. Por outro, a Anima e a Ser ainda enfrentam dificuldades neste processo por terem uma relação equilibrada de financiamento dos tipos *equity* e *debt* (HART, 1995; ROSSETTI; ANDRADE, 2014), com tendência a um custo mais elevado de captação.

O estudo possui limitações, sendo uma delas o pequeno quantitativo de IES listadas no mercado de capitais. Uma outra limitação diz respeito ao uso de uma metodologia única de pesquisa documental. Embora o volume de documentos disponibilizado por estas instituições sejam consideráveis e permitam uma análise rica do setor, seria interessante combinar outras estratégias de pesquisa que envolvam dados primários como a realização de entrevistas ou aplicação de questionários a estas instituições. Espera-se que os resultados de pesquisa possam contribuir para a evolução do campo de estudos que envolve a governança corporativa em IES.

6 AGRADECIMENTOS:

Agradecemos ao Conselho Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico (CNPQ) e a Fundação de Amparo à Pesquisa e Inovação do Espírito Santo (FAPES) pelo apoio institucional e financeiro na condução da pesquisa que originou o presente artigo.

REFERÊNCIAS

- BORTOLON, P. M.; SILVA JUNIOR, A. da. Delisting Brazilian public companies: empirical evidence about corporate governance issues. **BBR. Brazilian Business Review (English Edition. Online)**, Vitoria, v. BBRconf, p. 92-117, 2015.
- BRASIL, BOLSA, BALCÃO. [B³]. **Segmentos de listagem**. São Paulo: [B³]. 2019. Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/novo-mercado/. Acesso em: 01 ago. 2019.
- DENZIN, N. **The research act**: a theoretical introduction to sociological methods. 3. ed. Prentice Hall, New York, NY, 1989.
- FERREIRA, D.; BAIDYA, T. K.; DALBEM, M. C. Governança corporativa (GC) nas Instituições de Ensino Superior: um mapeamento sistemático da produção científica nacional. **Revista de Administração da UFSM**, Santa Maria, v. 11, n. 4, p. 921-941, 2018.
- GOPALAN, R.; MILBOURN, T.; SONG, F. S.; THAKOR, A. V. Duration of executive compensation. **Journal of Finance**, [S.l.], v. 69, n. 6, p. 2777-2817, 2014.
- HART, O. Corporate governance: some theory and implications. **The Economic Journal**, [S.l.], v. 105, n. 430, p. 678-689, 1995.

HE, L.; HO, S-J. K. Monitoring costs, managerial ethics and corporate governance: a modeling approach. **Journal of Business Ethics**, [S.l.], v. 99, n. 4, p. 623-635, 2011.

JENSEN, K. B.; JANKOWSKI, N. M. (Eds.). **Metodologias cualitativas de investigación en comunicación de masas**. Barcelona: CIC-UCAB, 1993.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, [S.l.], v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

LEAL, R. P. C.; SILVA, A. L. C. da. **Corporate governance and value in Brazil (and Chile)**, 2005. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=726261> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.726261>

MARIOARA, A.; CRISTINA-PETRINA, D. Organization of Romanian universities on the principles of corporate governance. In: ANNALS OF 'CONSTANTIN BRANCUSI' UNIVERSITY, 6., 2013, Targu-Jiu, **Anais Economy Series [...]**, Targu-Jiu: Constantin Brancusi University, 2013.

MOGALAKWE, M. The use of documentary research methods in social research. **African Sociological Review**, [S.l.], v. 10, n. 1, p. 221-230, 2006.

PAYNE, G.; PAYNE, J. **Key concepts in social research**. London: Sage Publications, 2004.

PINTO, M. B.; LEAL, R. P. C. Ownership concentration, top management and board compensation. **RAC. Revista de Administração Contemporânea**, Curitiba, v. 17, n. 3, p. 304-324, 2013.

RENDERS, A.; GAEREMYNCK, A. Corporate governance, principal-principal agency conflicts, and firm value in European listed companies. **Corporate Governance: An International Review**, [S.l.], v. 20, n. 2, p. 125–143, 2012.

ROSSETTI, J. P.; ANDRADE, A. **Governança corporativa**: fundamentos, desenvolvimento e tendências. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2014.

SILVA; A. L. P. da; LANA, J.; MARCON, R. Pactuando e impactando: o efeito dos acordos de acionistas no valor de mercado da firma. **BBR. Brazilian Business Review**, Vitória, v. 15, n. 1, p. 88-104, 2018

SILVA, A. L. C. da; LEAL, R. P. C. Corporate governance index, firm valuation and performance in Brazil. **Revista Brasileira de Finanças**, [S.l.], v. 3, n. 1, p. 1-18, 2005.

SILVA JUNIOR, A. da; MARTINS-SILVA, P. de O.; VASCONCELOS, K. C. de A.; SILVA, V. C. da; MELO, M. R. de. Felicidade! passei no vestibular, mas a faculdade é particular: paradoxos da educação superior brasileira. **Education Policy Analysis Archives/Arquivos Analíticos de Políticas Educativas - EPAA/AAPE**, v. 25, n. 97. 2017a.

SILVA JUNIOR, A. da; MUNIZ, R. M. A regulamentação do ensino superior e os impactos na gestão universitária. In: **COLÓQUIO INTERNACIONAL SOBRE GESTÃO**

UNIVERSITÁRIA NAS AMÉRICAS, 4., 2004, Florianópolis. **Anais [...]**, Florianópolis: INPEAU, 2004.

SILVA JUNIOR, A. da; MUNIZ, R. M.; MARTINS, P. de O. Governança corporativa na IES familiar de grande porte: um estudo de caso. **Revista Alcance**, [S.l.], v. 16, n. 3, p. 286-303, 2009.

SILVA JUNIOR, A. da; SILVA, V. C. da; MELO, M. R. de; SILVA, P. de O. M. da. Demonstração de valor adicionado na Instituição de Educação Superior: evidências do mercado de capitais brasileiro. **Revista Gestão Universitária na América Latina**, Florianópolis, v. 10, n. 4, p. 22-46, Edição Especial 2017b.

SILVEIRA, A. D. M. da; BARROS, L. A. B. de C.; FAMÁ, R. Qualidade da governança corporativa no Brasil e os fatores que a determinam. In: ENCONTRO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 28., 2004, Curitiba, **Anais [...]**, Rio de Janeiro: ANPAD, 2004.

TAVARES, V. B.; PENEDO, A. S. T. Níveis de governança corporativa da B3: interesse e desempenho das empresas: uma análise por meio de redes neurais artificiais. **Revista Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 21, n. 1, p. 40-62, 2018.

TU, T. T. T.; KHANH, P. B.; QUYEN, P. D. Developing corporate governance index for Vietnamese banking system. **International Journal of Financial Research**, [S.l.], v. 5, n. 2, p. 175-188, 2014.

YOUNG M. N.; PENG M. W.; AHLSTROM D., BRUTON G. D.; JIAN Y. Corporate governance in emerging economies: a review of the principal-principal perspective. **Journal of Management Studies**, [S.l.], v. 45, n. 1, p. 196–220. 2008.