

FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS DE SÃO PAULO

VANESSA CRISTINA REMESIK CALSAVARA

**A EVOLUÇÃO DAS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA
NAS EMPRESAS BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO**

SÃO PAULO
2013

VANESSA CRISTINA REMESIK CALSAVARA

**A EVOLUÇÃO DAS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA
NAS EMPRESAS BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO**

Dissertação apresentada à Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, como requisito para obtenção do título de Mestre em Administração de Empresas.

Linha de Pesquisa: Contabilidade e Finanças

Orientador: Prof. Dr. Arthur Ridolfo Neto

SÃO PAULO

2013

Calsavara, Vanessa Remesik.

A evolução das práticas de governança corporativa nas empresas brasileiras de capital aberto / Vanessa Cristina Remesik Calsavara. - 2013.

85 f.

Orientador: Arthur Ridolfo Neto

Dissertação (MPA) - Escola de Administração de Empresas de São Paulo.

1. Governança corporativa - Brasil. 2. Cultura organizacional. 3. Mercado de capitais - Brasil. 4. Empresas - Brasil. I. Ridolfo Neto, Arthur. II. Dissertação (MPA) - Escola de Administração de Empresas de São Paulo. III. Título.

CDU 65.012.432

VANESSA CRISTINA REMESIK CALSAVARA

**A EVOLUÇÃO DAS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA
NAS EMPRESAS BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO**

Dissertação apresentada à Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getulio Vargas, como requisito para obtenção do título de Mestre em Administração de Empresas.

Linha de Pesquisa: Contabilidade e Finanças

Data da avaliação: 21 de outubro de 2013

Banca examinadora:

Prof. Dr. Arthur Ridolfo Neto (orientador)
FGV – EAESP

Prof. Dr. João Carlos Douat
FGV – EAESP

Prof. Dr. Ricardo Ratner Rochman
FGV - EESP

SÃO PAULO

2013

Aos meus pais, Juarez e Eva,
por todo amor, apoio e incentivo dado
em todos os momentos.

Às minhas irmãs Larissa e Melissa,
pelo companheirismo, compreensão e
amparo sempre dados.

Agradeço primeiro a Deus pela vida.

Agradeço aos meus pais, Juarez e Eva, por todo o esforço e sacrifício para darem à suas filhas os bens mais preciosos que os pais podem dar, amor e educação.

Agradeço às minhas irmãs Larissa e Melissa pelo companheirismo, amizade e apoio que deram em todas as minhas decisões. Eu jamais teria chegado até aqui sem o suporte de vocês.

Agradeço ao meu orientador, Professor Dr Arthur Ridolfo Neto, pelas conversas, conselhos e compreensão em todos os momentos ao longo deste trajto, e pela sua humanidade de enxergar a pessoa antes de qualquer problema ou situação.

Agradeço aos meus amigos que não deixaram de ligar, de se preocupar e de incentivar apesar da ausência durante todo o período do mestrado. Agradeço especialmente à Vivianne dos Santos por ter me acolhido em sua casa na reta final deste trabalho.

Agradeço aos meus colegas do MPA, pela troca de conhecimento, experiência, e principalmente pela força para chegarmos juntos ao final desta etapa.

Por fim, agradeço à Escola de Administração de Empresas da Fundação Getulio Vargas, seus funcionários, e a todos os professores do MPA por terem compartilhado seu conhecimento conosco, seus alunos.

“Por vezes sentimos que aquilo que fazemos não é senão uma gota no mar. Mas o mar seria menor se lhe faltasse uma gota”

Madre Teresa de Calcuta

RESUMO

O objetivo deste trabalho é avaliar se houve evolução nas práticas de governança corporativa entre os anos de 2005 a 2012 nas empresas brasileiras que abriram capital entre 2004 e 2006, e se esta evolução ocorreu no sentido de melhoria das práticas de governança. Busca-se também entender se esta evolução ocorreu continuamente em todo o período estudado ou se somente nos primeiros anos após seu IPO. Também busca-se compreender se a evolução ocorreu somente nos requisitos mandatórios por lei ou se houve uma real mudança de cultura nas empresas após abrirem seu capital.

Para mensurar a qualidade das práticas de governança foi utilizado o *Corporate Governance Index – CGI* desenvolvido por Leal e Carvalhal-da-Silva (2007) para avaliar as práticas de governança em empresas brasileiras. O índice é composto de 24 questões binárias, e considera-se uma evolução nas práticas quanto mais o índice da empresa se aproxima dos 24 pontos. O índice foi calculado ano a ano para o período e empresas estudadas. Em seguida, o índice foi dividido em duas partes, questões diretamente relacionadas a leis e regulamentações e questões não diretamente relacionadas a leis e regulamentações.

Utilizando os testes estatísticos T-student e W de Kendall, comprovou-se estatisticamente que houve evolução nas práticas de governança corporativa entre os anos de 2005 a 2012, entretanto, prova-se estatisticamente que esta melhora está concentrada no período de 2005 a 2008, sendo que não foi constatada uma alteração significativa nas práticas no período de 2009 a 2012. Identificou-se também que houve uma evolução positiva nas práticas de governança não diretamente relacionadas a leis e regulamentações entre os anos de 2005 a 2012, entretanto, quando retira-se deste teste as questões que foram indiretamente impactadas por mudanças nas instruções da CVM que ocorreram no período, encontra-se uma piora nas práticas de governança entre 2005 e 2012.

Estes resultados sugerem que as empresas estão trabalhando em um movimento de “*check the box*” das boas práticas de governança, cumprindo o que é mandatório por lei e regulamentações, e questiona se as evoluções de leis, regulamentações e códigos de boas práticas de governança corporativa no Brasil estão cumprindo o seu objetivo final de desenvolver uma cultura de boa governança nas empresas brasileiras.

Palavras Chaves: Governança corporativa, regulamentação, cultura organizacional.

ABSTRACT

The objective of the study is to analyze the evolution of corporate governance practices between 2005 and 2012 of Brazilian companies that went public between the years 2005 and 2012, if the positive evolution happens. This study also tries to understand if this evolution happened just in the first years after the IPO or during the whole period, and if the evolution is limited to minimum mandatory requirements imposed by regulation or reflects a real behavioral transformation.

The developed Corporate Governance Index – CGI, (Leal and Carvalhal-da-Silva, 2007) to evaluate the corporate governance practices in Brazilian companies was used to measure the corporate governance practices. The index is composed by 24 binary questions, and the highest is the sum better is its practices. The index were calculated year by year for the studied period to all the companies. After this, the questions, which compose the index, were divided into two blocks, such as questions direct related to laws and regulations, and the non directly related ones.

The evolution in corporate governance practices was proved to be statistically significant between the years 2005 and 2012, using Student's t and Kendall's W statistical method, however, this evolution occurred between the years 2005 and 2008, but there is no statistically significant evolution between the years 2009 and 2012. There was also a positive movement in the corporate governance practices non directly related to laws and regulations between the years 2005 and 2012, however, a negative evolution is found when the undirected impacted through changes in CVM's instructions questions were not considered.

The present results suggest the evolution in corporate governance practices appears to be the result of a box-checking exercise of mandatory fields, and suggest a lack of behavioral change in corporate leaders; questioning the main objective of laws, regulations and codes which is the development of a good practice corporate governance culture.

Key Words: Corporate Governance, regulation, organizational culture.

LISTA DE SIGLAS E ABREVIACOES

ALL.....	América Latina Logstica
BMF&Bovespa...	Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo
BNDES.....	Banco Nacional do Desenvolvimento
C.A.	Conselho de Administração
CCNM	Câmara Consultiva do Novo Mercado
CEO.....	<i>Chief Executive Office</i> – presidente executivo
CGI.....	<i>Corporate Governance Index</i> - ndice de Governança Corporativa desenvolvido por Leal e Carvalho-da-Silva (2007)
CSLA	<i>Credit Lyonnais Securities Asia</i>
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
Easdaq	<i>European Association of Securities Dealers Automated Quotation</i> - Cotações Automatizadas da Associação Européia de Corretores de Títulos
EBITDA.....	<i>Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization</i> - Lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortização
ESOP.....	<i>Employee Stock Ownership Plan</i> - Plano de Opções de Compra de Ações
IBGC.....	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
IFRS.....	<i>International Financial Reporting Standards</i> – Padrões Internacionais de Contabilidade
IPO.....	<i>Initial Public Offering</i> - Oferta Pública Inicial de Ações
MP.....	Medida Provisória
Nasdaq	<i>National Association of Securities Dealers Automated Quotations</i> – Cotações Automatizadas da Associação Nacional de Corretores de Títulos
NYSE.....	<i>New York Secuties Exchange</i> – Bolsa de Valores de Nova Iorque
OECD.....	<i>Organization for Economic Co-operation and Development</i> – Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econmico
OPA	Oferta Pública de Aquisições de Ações
PIN	<i>Probability of Informed Trading</i> - Probabilidade de Operação com Informação
SPC	Secretaria de Previdência Complementar
TMA	Taxa Mínima de Atratividade
US Gaap	<i>Generally Accepted Accounting Principles used in the United States</i> – Princípios Contabeis Geralmente Aceitos utilizados nos Estados Unidos.
WACC	<i>Weighted Average Cost of Capital</i> - Custo Médio Ponderado de Capital

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Comparativo dos Segmentos de Listagem da BMF&Bovespa.....	32
Tabela 2 - Estatística descritiva do CGI calculado para cada ano de estudo.....	54
Tabela 3 - Teste T-stendet pareado para o indicador CGI.....	55
Tabela 4 - Médias dos subíndices do CGI a cada ano.....	60

SUMÁRIO

1. O PROBLEMA DE PESQUISA	14
<u>1.1</u> Introdução.....	14
<u>1.2</u> Problema e Objetivos da Pesquisa.....	15
<u>1.3</u> Pergunta de Pesquisa	17
<u>1.4</u> Justificativa da Pesquisa	18
<u>1.5</u> Delimitações do Tema	18
2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	20
<u>2.1</u> Definição de Governança Corporativa e Teoria de Agência.....	20
<u>2.2</u> A importância da Governança Corporativa no desenvolvimento do país	21
<u>2.3</u> Convergência entre os diferentes modelos de Governança	22
<u>2.4</u> O modelo de Governança Corporativa atualmente praticado no Brasil	24
<u>2.5</u> Iniciativas de Melhoria das Práticas de Governança no Brasil	28
<u>2.5.1</u> Os segmentos de listagem especiais da Bovespa	28
<u>2.5.2</u> Os Códigos de Boas Práticas de Governança no Brasil.....	35
<u>2.5.3</u> A Lei das S.A.S	37
<u>2.6</u> Índices de Mensuração da Qualidade de Governança Corporativa.....	38
<u>2.6.1</u> Índices internacionais de mensuração	38
<u>2.6.2</u> Índices de mensuração da qualidade da Governança Corporativa no Brasil ..	40
<u>2.6.3</u> CGI – Corporate Governance Index.....	42
3. METODOLOGIA DE PESQUISA.....	47
<u>3.1</u> Aspectos Epistemológicos da Pesquisa	47
<u>3.2</u> Etapas de Pesquisa	47
<u>3.3</u> Universo e Amostra	48
<u>3.4</u> Coleta de Dados	48
<u>3.5</u> Tratamento de Dados	50
<u>3.6</u> Hipóteses.....	50

4. ANÁLISE DOS RESULTADOS	53
<u>4.1</u> Análise do banco de dados.....	53
<u>4.2</u> Análise Estatística da Pergunta de Pesquisa	54
<u>4.3</u> Análise Estatística do Período 2005 a 2008.....	56
<u>4.4</u> Análise Estatística do Período 2009 a 2012	57
<u>4.5</u> Análise Estatística das questões não diretamente relacionadas a leis e	
regulamentações	58
<u>4.6</u> Análise dos Subíndices.....	60
5. CONCLUSÃO E OPORTUNIDADES DE PESQUISA	66
6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	69
7. ANEXOS	81

1. O PROBLEMA DE PESQUISA

1.1 Introdução

As adoções das práticas de governança corporativa passaram a ser mais difundidas após o trabalho de Jensen e Meckling (1976), que contribuíram com a definição do termo *governança corporativa* e também com um aprofundamento dos mecanismos do problema de agência. O trabalho destes autores despertou o interesse tanto da comunidade acadêmica quanto do mercado financeiro para o desenvolvimento de novas práticas que reduzissem os custos do não alinhamento de interesses entre agentes e principais.

O tema ganha maior relevância na entrada do século XXI com a identificação de fraudes financeiras em grandes empresas como Enron, WorldCom, Parmalat, entre outras, concomitantemente às crises financeiras do início do milênio. Tais eventos destacaram a necessidade de afirmar a igualdade de tratamento entre acionistas controladores e minoritários, de assegurar a transparência na divulgação de informações e de garantir a perpetuidade das empresas, objetivos das práticas de boa governança. (Guerra, 2009)

Esses movimentos internacionais fizeram com que regulamentações, leis e políticas fossem reavaliadas no Brasil, com grandes mudanças acontecendo no período de 1997 a 2004, com a expectativa de aumentar a adesão de empresas nacionais às boas práticas de governança corporativa, entre as quais se destacam as alterações na Lei das Sociedades por Ações; a criação dos segmentos especiais de listagem na BMF&Bovespa; a publicação das Recomendações da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) sobre Governança Corporativa; o aprimoramento do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC); o estabelecimento de novas regras pela Secretaria de Previdência Complementar (SPC), visando à definição dos limites de aplicação dos recursos de fundos de pensão; e a adoção pelo BNDES (Banco Nacional do Desenvolvimento) de práticas de boa governança corporativa como um dos requisitos para concessão de financiamentos (Silveira, 2004).

A melhoria nas práticas de governança no Brasil neste período foram estudadas por diversos autores. Correia et al. (2011) identificam uma tendência positiva de incremento da qualidade de governança das empresas brasileiras no período de 1997 a 2006. Almeida et al.

(2010) apontam uma melhora nas dimensões de transparência e controle e conduta entre os anos de 2003 e 2007 em empresas brasileiras de capital aberto não listadas em bolsa. Black et al. (2012) verificam uma melhora significativa nas práticas de governança corporativa das companhias com ações comercializadas em bolsa no período de 2004 a 2009 devido principalmente ao aumento de companhias que realizaram IPO (Oferta Pública Inicial – do inglês *Initial Public Offering*) nos segmentos especiais de governança corporativa da BMF&Bovespa, e do aumento das práticas de governança das companhias já listadas.

Entre 2009 e 2012 o Brasil passou por um momento econômico distinto das grandes economias mundiais. Enquanto estas passaram por um período de crise, o Brasil viveu uma época de euforia econômica, com intenso fluxo de capitais destinado ao mercado nacional. Neste período, algumas mudanças em leis, políticas e regulamentações foram feitas, sendo a alteração na regulamentação dos segmentos de listagem especiais da BMF&Bovespa - em 2011 - um dos destaques.

1.2 Problema e Objetivos da Pesquisa

Akkerman et al. (2007) discutem sobre os códigos de governança corporativa. De acordo com os autores, os códigos nacionais são criados para fortalecer a governança e aumentar a confiança do investidor. Os códigos visam promover companhias fortes, viáveis e competitivas. Em última análise, os códigos, assim como as leis, possuem como seu objetivo final desenvolver uma cultura de boa governança.

No Brasil, o papel de fomentar uma cultura de boa governança foi liderado pela bolsa de valores (atual BMF&Bovespa) com a criação de segmentos de listagem especiais onde os membros aderem a regras de maior garantia e proteção aos minoritários. As bolsas dos Estados Unidos e do Reino Unido já haviam feito este papel no início do século XX. (Coffee, 2002; Mahoney, 1997). Em parceria com a BMF&Bovespa outros órgãos regulamentadores e instituições também tem trabalhado para a construção de uma cultura de boa governança nas empresas brasileiras.

Barclay e Holderness (1989) afirmam que firmas com opções superiores de crescimento são mais prováveis de adotar práticas mais rigorosas de boa governança, incluindo

a redução de benefícios para o grupo controlador e aumento dos controles internos com objetivo de atrair novos investimentos.

Com base na afirmação de Barclay e Holderness (1989), e das evidências do trabalho de instituições brasileiras como a BMF&Bovespa, CVM e IBGC, pode-se inferir que as companhias brasileiras melhoraram sua prática de governança no período de 2009 a 2012, para aproveitar a oportunidade de crescimento gerada pelo mercado interno, criando um ambiente mais confiante para o investidor estrangeiro e capitando dinheiro a um custo menor.

Já Bozec e Dia (2012) afirmam que as mudanças nas estruturas de governança são lentas, exceto nos períodos de crise financeira, pois neste período o controle dos acionistas passa a ser mais rigoroso e reformas legais e regulatórias usualmente são realizadas. De acordo com estes autores, não seria possível identificar melhorias de governança no período em questão (2009-2012) uma vez que o Brasil não passou por um período de crise econômica, sendo este um tempo muito curto para identificar mudanças nos sistemas de governança das companhias brasileiras.

Assim, este trabalho tem como objetivo geral verificar se houve a criação de uma cultura de boas práticas de governança nas empresas que aderiram aos segmentos especiais de listagem da BMF&Bovespa. Bozec e Dia (2012) também argumentam que a adoção de práticas regulatórias pode ser uma decisão racional de evitar custos de não estar em conformidade com a legislação e um exercício de cumprir requisitos, não gerando uma mudança cultural verdadeira.

Como objetivo específico busca-se estudar a evolução da qualidade de governança corporativa nas empresas brasileira que abriram capital entre 2004 e 2006, a fim de avaliar se há melhorias na qualidade de governança desde a abertura de capital até o ano de 2012, com maior atenção ao período de 2009 a 2012. Chen e Lee (2008) afirmam que a cultura corporativa é um forte determinante no desenvolvimento da sua governança, desde suas diferentes influências na administração até os incentivos que os acionistas controladores possuem para expropriar os acionistas minoritários.

Para avaliar a melhoria na qualidade das práticas de governança será utilizado o *Corporate Governance Index – CGI*, desenvolvido por Leal e Carvalhal-da-Silva (2007) para ser aplicado em empresas brasileiras.

1.3 Pergunta de Pesquisa

Conforme já relatado, o objetivo geral é verificar se houve a criação de uma cultura de boas práticas de governança nas empresas que aderiram aos segmentos especiais de listagem da BMF&Bovespa. Como objetivo específico busca-se estudar a evolução da qualidade de governança corporativa nas empresas brasileira que abriram capital entre 2004 e 2006, avaliando se há melhorias na qualidade de governança desde a abertura de capital até o ano de 2012, com maior atenção ao período de 2009 a 2012. Assim, trabalha-se com a seguinte pergunta de pesquisa: Houve evolução na qualidade de governança corporativa nas empresas que abriram capital entre 2004 e 2006 desde a sua abertura de capital até o ano de 2012?

Para cumprir o objetivo geral deste trabalho, outras perguntas são propostas, utilizando a mesma base de dados gerada para que a Pergunta de Pesquisa fosse respondida, ampliando sua discussão.

Pergunta1: Houve evolução na qualidade de governança corporativa nas empresas que abriram capital entre 2004 e 2006 entre os anos de 2005 e 2008? O objetivo desta pergunta é avaliar se há uma evolução na prática de governança nas empresas nos primeiros anos após sua abertura de capital, o que representa um período de adaptação às novas condições exigidas pelo mercado.

Pergunta2: Houve evolução na qualidade de governança corporativa nas empresas que abriram capital entre 2004 e 2006 desde 2009 até o ano de 2012? O objetivo desta pergunta é discutir argumento de Bozec e Dias (2012) no cenário brasileiro, que afirmam que as empresas só possuem uma rápida evolução das práticas de governança corporativa em períodos de crise econômica.

Pergunta3: Houve evolução na qualidade de governança corporativa nas questões que compõem o CGI e que não são diretamente relacionadas a leis ou regulamentações entre os anos de 2005 a 2012? O objetivo desta pergunta é discutir a afirmação de Akkerman et al. (2007) no cenário brasileiro de que o objetivo final dos códigos de governança corporativa é desenvolver uma cultura de boa governança.

1.4 Justificativa da Pesquisa

Alguns autores mais céticos afirmam que o produto da competição de mercado é provavelmente a força econômica mais eficiente no mundo. Para Shleifer e Vishny (1997) esta força sozinha não pode resolver o problema de governança corporativa. Investidores que dispõem do seu dinheiro para companhias precisam de garantias de ter o retorno sobre seu capital. Os mecanismos de governança corporativa é uma forma de aumentar a segurança. Depois que o capital mínimo requerido pelos acionistas é conseguido, a governança corporativa é uma forma adicional de comprometimento dos administradores em não gastar o excedente de forma “supérflua”, justificam os autores.

Já Silveira (2004, p.27) é mais abrangente e afirma que “em um sentido mais amplo, as pesquisas sobre governança corporativa se justificam porque podem contribuir para a ampliação do acesso ao financiamento e, conseqüentemente, para a redução do custo de capital de um determinado ambiente econômico”.

Chen e Lee (2008) concluem em sua pesquisa que se as diferenças na cultura de governança corporativa são produzidas pelo acionista controlador, estas são profundas e não são fáceis de mudar. Assim, este trabalho visa avaliar se os esforços das instituições que trabalham para uma melhoria das boas práticas de governança corporativa nas empresas estão conseguindo mudar a mentalidade dos acionistas controladores e criar uma nova cultura ou se somente estão criando novas regulamentações com requisitos que são seguidos (“*check the box*”).

1.5 Delimitações do Tema

O presente trabalho visa estudar somente as empresas que abriram capital entre os anos de 2004 e 2006 e que tiveram suas ações comercializadas em bolsa até 30/06/2013, para retirar a influências de empresas que estavam com o processo de Oferta Pública de Aquisições de Ações (OPA) aberto em 31/12/2012.

Também são excluídas deste trabalho empresas que tiveram mudança de CNPJ, porém foram mantidas as que alteraram sua razão social, desde que continuassem com o mesmo código de comercialização das ações. Também foram excluídas desta amostra empresas

classificadas dentro do segmento bancário, pois existe uma legislação própria para governança deste setor que não está dentro do escopo de estudo deste trabalho.

O presente trabalho não estuda empresas que já possuíam capital aberto antes de 2004, pois este foi o ano em que as empresas começaram a aderir de forma significativa aos segmentos de listagem especiais da BMF&Bovespa, influenciando de maneira positiva todos os IPO's realizados a partir deste ano.

O ano limite da amostra para análise é 2006, pois entende-se que empresas que fizeram seu IPO após este ano poderiam distorcer a amostra por não terem tempo hábil para melhorarem suas práticas de governança.

Todas as empresas foram avaliadas de acordo com o CGI, *Corporate Governance Index*, desenvolvido por Leal e Carvalhal-da-Silva (2007). Visto que este índice é composto de 24 itens, é possível que algumas melhoras na prática da governança corporativa não estejam contempladas pelo mesmo, e por isso, estas não serão avaliadas por este estudo.

O presente estudo utiliza de dados públicos para a geração da base de dados, e não considera a opinião pessoal de executivos, acionistas, ou quaisquer outros profissionais envolvidos na área, que poderiam acrescentar relevantes comentários aos dados analisados.

2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 Definição de Governança Corporativa e Teoria de Agência

Esta pesquisa analisa o tema da governança corporativa sob a perspectiva da teoria da agência. Sob esta perspectiva a governança corporativa é entendida como a tentativa de minimizar os custos inerentes do problema de agência dos gestores. Segundo Saito e Silveira (2008), o trabalho de Jensen e Meckling (1976) contribuiu para definição do termo “governança corporativa” como “um conjunto de mecanismos internos e externos, de incentivo e controle, que visam minimizar os custos decorrentes do problema de agência” (Saito e Silveira, 2008; p.80).

Assim, o papel da governança corporativa é reduzir os custos de agência. Firms com menor custo de agência possuem os interesses dos acionistas mais alinhados com dos administradores, assim, mais investidores gostariam de alocar recursos nesta companhia. Com mais investidores disponíveis a alocar seus recursos, seja através de ações, debêntures, ou empréstimos de curto prazo, o custo médio ponderado de capital desta companhia (WACC, *weighted average cost of capital*, em inglês) é menor. Um menor custo de capital aumenta o valor da companhia, quando fluxos de caixas futuros são trazidos a valor presente descontado pelo WACC. Além disso, um menor custo de capital reduz a taxa mínima de atratividade da companhia (TMA), possibilitando um maior rendimento dos projetos atuais e aumento o número de possíveis projetos a serem empreendidos, aumentando o valor da companhia. Como a principal tarefa dos administradores é tomarem decisões que maximizem o valor da empresa, com objetivo final de maximizar o retorno aos acionistas, investir em governança corporativa é uma das maneiras de cumprir este objetivo.

De acordo com Shleifer e Vishny (1997) governança corporativa lida com a forma como os investidores das firmas podem garantir-se de ter de volta o retorno de seu investimento. Os autores afirmam que a garantia completa nunca existe, pois mesmos nos mercados mais desenvolvidos, não existe um consenso total do que são boas e más práticas de governança corporativa.

Saito e Silveira (2008) explicam que quando um único acionista é também o gestor de uma firma, cada unidade monetária gasta com benefícios “supérfluos”, reduz na

mesma proporção a riqueza disponível para si. Quando ocorre o lançamento de ações, se o gestor principal permanece com a maioria acionária e também com a administração da empresa, a estrutura de equilíbrio se altera, pois o gestor principal passa a acumular benefícios para si numa proporção maior que sua riqueza será deduzida. No limite, quando os gestores não possuem nenhuma parcela da propriedade da empresa, os gastos “supérfluos” serão os maiores possíveis, pois não representam nenhum custo para eles, até que atinjam a sua utilidade máxima.

Silveira (2004, p. 29-30) afirma que “o potencial de expropriação da riqueza dos investidores pelos gestores, por sua vez, representa o potencial de expropriação da riqueza dos investidores pelos gestores em uma situação de separação de entre propriedade e controle, ou o potencial de expropriação da riqueza dos acionistas minoritários pelos acionistas controladores em uma situação na qual os controladores exercem poder quase que total sobre os gestores.”

Saito e Silveira (2008) elucidam, citando Jensen e Meckling (1976) que a redução do conflito de interesses entre principais e agentes podem ser alcançadas de diferentes maneiras, mas que sempre envolverá custos para uma ou ambas as partes, destacando: sistemas de monitoramento - procedimentos de monitoração, restrições contratuais, elaboração periódica de diversos tipos de relatórios, realização de auditorias; e sistemas de incentivos que alinhem os interesses das partes divergentes.

Segrestin e Hatchuel (2011) afirmam que desde o artigo de Jensen e Meckling (1976) a amplitude do poder dos administradores foi reduzida, ganhando força o debate sobre governança corporativa. Entretanto, afirmam os autores, a evolução da governança corporativa levou a uma crise no gerenciamento, pois na prática, as leis criadas para fortalecer a governança impedem a autoridade dos gestores, reduz a amplitude de poder e conseqüentemente a capacidade coletiva de criação de valores. Os autores levantam esta questão para discutir como a lei pode ajudar a reduzir os conflitos de agência, auxiliando na maximização da criação de valor pelas firmas.

2.2 A importância da Governança Corporativa no desenvolvimento do país

Segundo Silveira (2004, p.21), “o tema governança corporativa possui implicações sobre o desenvolvimento do mercado de capitais nacional, que, por sua vez, contribui para o maior desenvolvimento econômico do país, haja vista as diversas evidências da relação entre desenvolvimento do mercado de capitais e desenvolvimento econômico.”

Segundo o IBGC (2009), as boas práticas de governança tem a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para a perenidade das firmas.

De acordo com Shleifer e Vishny (1997) a discussão sobre governança corporativa não só aumentam as chances de melhoras marginais em economias já desenvolvidas, como também podem estimular maiores mudanças institucionais em locais onde estes precisam ser feitos.

La Porta et al. (2000) argumenta que a discussão de governança corporativa é importante dado os diferentes sistemas legais e diferentes níveis de concentração de propriedade que são encontrados ao redor do globo. Quando investidores minoritários entram e passam a investir seu capital em companhias que são administradas por grupos de acionistas majoritários, a relação entre acionistas se alteram, gerando, quase sempre, um impacto direto nas políticas de investimento da firma. Quando vistas em escala, estas mudanças na estrutura de controle impactam diretamente no desenvolvimento econômico do país. *de onde se pode inferir isso' o trabalho apresenta ou comprova isso depois para sustentar essa afirmação'

2.3 Convergência entre os diferentes modelos de Governança

Convergência em governança corporativa tem sido um assunto de interesse e controvérsia em várias disciplinas. Algumas perguntas podem ser relacionadas a este campo: no que consiste a convergência? Quais são os direcionadores nos diferentes países para convergência? Quais são os maiores impedimentos no caminho para convergência? Quais são as evidências empíricas que precisam ser acompanhadas para sabermos se estamos indo no caminho para convergência? O que seria mais produtivo para pesquisa neste tópico?

Alguns autores acreditam que um modelo de convergência de governança está se estabelecendo. Hansmann e Kraakman (2001) argumentam que os princípios legais para as firmas já estavam bem estabelecidos nos países desenvolvidos há mais de um século, antes da virada para o século XX. Embora durante todo este século houvesse variações nas práticas de governança corporativa e na estrutura das organizações, uma linha de convergência está rapidamente se estabelecendo. Seu argumento é que já há uma linha normativa de leis e práticas convergindo para o modelo de maximização do retorno do acionista. Isto acontece porque

outras alternativas como orientação para os administradores, para os trabalhadores, ou para o estado provaram não ser competitivos em um mercado de produtos globalizados.

Porém, um número maior de autores não acredita em um movimento de convergência. De acordo com Yoshikawa e Rasheed (2009) existe uma evidência limitada que indica que a convergência em governança corporativa entre os países está ocorrendo. O lento movimento de convergência que está ocorrendo não é um fenômeno livre do contexto aonde a governança se aplica.

Bebhuk e Roe (1999) enxergam que importantes diferenças nas práticas de governança corporativa irão persistir mesmo que todo o mundo adote uma cultura de maximização de valor do acionista. Estes argumentam que para a convergência ocorrer, os benefícios potenciais da mudança de um regime para o outro precisam ser maiores que os benefícios de controle atuais. Os autores argumentam que esta mudança é improvável devido à interdependência entre estrutura corporativa e dependência da lei, considerados dois lados da mesma moeda.

A mudança na estrutura corporativa envolve a ocorrência de custos irrecuperáveis (*sunk costs*) e externalidades de rede (*network externalities*). Custos irrecuperáveis vem de adaptações que as firmas precisam fazer para passar de uma estrutura atual para outra, o que pode fazer a nova estrutura menos eficiente. Por exemplo, as firmas podem ter desenvolvido esquemas de compensação ou estruturas de débito que reduzem os custos de agência no modelo atual em que trabalham, ao mudar, o investimento feito nestas estruturas será completamente perdido. Já as externalidades de rede acontecem quando a estrutura de propriedade de uma empresa depende da estrutura de propriedade de outras empresas do mesmo país. Por exemplo, um determinado tipo de estrutura de controle pode custar menos para uma firma quando outras firmas do mesmo país possuem a mesma estrutura de controle.

A dependência das leis refere-se ao fato de que as regras, incluindo as leis de governança corporativa, leis de solvência, relações trabalhistas, instituições financeiras, estão todas de um caminho dependente. As regras são influenciadas pelas leis existentes, que são influenciadas pelas estruturas de controle.

Os resultados das pesquisas de Yoshikawa e Rasheed (2009) mostram que está havendo uma mudança na estrutura de governança corporativa em todo mundo, mas há apenas uma evidência limitada de que estas mudanças estão ocorrendo em favor de uma convergência. As mudanças em governanças parecem ser principalmente atribuídas às questões de maior eficiência na governança e aumento da legitimidade do mercado de capitais. Entretanto, forças

locais como bancos de fomento e políticos têm guiado as mudanças em governança, criando práticas “híbridas”.

A convergência para um modelo único de governança é uma hipótese remota, devido às adaptações que seriam necessárias nos modelos de negócio, no conceito de falha e sucesso das firmas e na concepção de confiança do investidor, concluem Davies e Schlitzer (2008). Para estes autores as diferenças entre sistemas legais (civil e *common law*), sistemas financeiros (orientação para bancos e orientação para mercado), e estrutura de propriedade (concentrada ou dispersa) fazem de cada país um ambiente de negócios único.

O modelo ideal de governança corporativa é específico para cada instituição ou firma, argumentam Yoshikawa e Rasheed (2009), e a imposição de novas práticas pode não alcançar melhorias na política ou na performance das mesmas.

2.4 O modelo de Governança Corporativa atualmente praticado no Brasil

Para analisar o atual modelo de governança corporativa no Brasil, esta foi dividida em quatro diferentes dimensões: *disclosure* de informações, composição e funcionamento do conselho de administração, estrutura de capital, ética e conflito de interesses, sendo estas sugeridas pelo trabalho de Leal e Carvalhal-da-Silva (2007).

DISCLOSURE

Não existe no Brasil uma tradição de *disclosure* das informações corporativas. Com o desenvolvimento do mercado de capitais este assunto tem entrado em pauta e evoluído, entretanto, alguns aspectos tem evoluído mais rápido do que outros.

O *disclosure* financeiro é misto, pois enquanto algumas empresas apresentam o *disclosure* em língua inglesa e seguindo padrões contábeis internacionais, muitas companhias ainda não publicam a demonstração de fluxo de caixa e os relatórios financeiros trimestrais. Porém, o número de empresas que estão passando a adotar padrões internacionais vem crescendo nos últimos anos, especialmente devido ao crescente número de IPO's no Nível 2 e Novo Mercado da BMF&Bovespa. (Ponte et al., 2007; Black et al, 2010; Black et al, 2012; Silveira, 2013).

O *disclosure* de transações com partes relacionadas ainda é baixo. Poucas são as companhias que publicam detalhadamente estas informações, além do sistema todo carecer de regras claras fixadas *ex ante*. (Silveira e Saito, 2008; Black et al. 2010; Silveira, 2013).

Políticas internas e modelos de gestão ainda são informações pouco disponibilizadas para o público externo. Contudo, tem existido uma crescente preocupação com o gerenciamento de riscos corporativos, campo que deve crescer nos próximos anos. (Silveira e Saito, 2008; Silveira, 2013).

Disclosure sobre remuneração dos acionistas e do conselho ainda é insipiente. Quando acontece, costuma-se divulgar somente o valor total e não os detalhes da remuneração. (Silveira e Saito, 2008; Silveira e Barros, 2008; Silveira, 2013).

O valor econômico adicionado ou destruído pelos administradores da empresa ainda não é uma informação divulgada no Brasil. (Silveira e Saito, 2008).

Um destaque positivo está no site de relações com investidores, é uma ferramenta que evoluiu muito nos anos recentes. Os sites deixaram de ser de baixa qualidade e com poucos dados, evoluindo para um modelo com informações disponibilizadas em tempo real. (Silveira e Saito, 2008; Silveira, 2013).

COMPOSIÇÃO E FUNCIONAMENTO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

O conselho de administração ainda é um ponto a desenvolver no sistema de governança dominante no Brasil. Este muitas vezes é formado para cumprir um requisito da lei, não para efetuar os controles, direcionamentos e prestações de serviços necessários. Falta uma definição clara da divisão de papéis entre conselheiros, administradores e acionistas controladores, especialmente em empresas controladas por grupos familiares. De forma geral, o conselho de administração ainda possui uma organização informal do trabalho, carecendo de regulamentações internas e políticas. Além disso, são poucas as empresas que possuem uma avaliação formal do CEO e dos membros do conselho (Leal e Oliveira, 2002; Silveira e Saito, 2008; Guerra, 2009; Black et al., 2010; Silveira, 2013).

O número de membros do conselho é muito grande ou muito pequeno para que o conselho possa ser efetivo. Muitas empresas não possuem conselheiros independentes, além de ser pouco comum a eleição de membros independentes por acionistas minoritários. A

presença de ao menos um conselheiro externo tem aumentado nas empresas, entretanto, nem sempre o conselheiro externo é independente (Leal e Oliveira, 2002; Black et al. 2010; Black et al., 2012; Silveira, 2013).

Os comitês ligados ao conselho são incomuns. Não é prática de mercado a presença de um comitê de auditoria. Uma prática mais comum no Brasil é o chamado conselho fiscal, que não exige a presença de conselheiros independentes. Este cenário tende a mudar, pois tem crescido o número de empresas que tem apresentado um código de ética público, destacando a importância de órgãos independentes na companhia (Silveira e Saito, 2008; Black et al., 2010, Black et al., 2012).

Como destaques positivos, estão o fato de cerca de 90% das empresas de capital aberto possuírem diferentes pessoas no papel de CEO e Presidente do conselho de administração. A remuneração dos conselheiros e diretoria executiva tem aumentado nos últimos anos, aumentando os incentivos para presença de profissionais qualificados nestes cargos (Silveira e Saito, 2008; Black et al., 2012; Silveira, 2013).

ESTRUTURA DE CAPITAL

A realidade brasileira é marcada por um mercado de controle acionário concentrado, onde os administradores são facilmente monitorados. Os conflitos na estrutura de capital estão concentrados no relacionamento entre acionistas controladores e minoritários. A maioria das empresas é controlada por grupos familiares, cenário que se repete mesmo entre as companhias listadas. Também estão no controle grupos com complexas redes de controles, porém, no cenário atual, pode-se perceber uma simplificação no modelo de negócio. Na maior parte dos casos, o grupo de controle possui mais de 50% das ações da empresa. (Silveira e Saito, 2008; Silveira, 2013).

Nos últimos anos houve uma evolução da estrutura de capital, surgindo, a partir de 2005 companhias com controle totalmente disperso, nos moldes das *corporations* americanas, sendo que hoje existem algumas poucas empresas listadas na BMF&Bovespa neste modelo. Nas demais empresas, há um movimento de aumento da fração de ações com direito a voto na estrutura total de capital e de redução do grupo de controle (Black et al. 2012; Silveira, 2013).

QUESTÕES DE ÉTICA E CONFLITOS DE INTERESSE

O Brasil é um país conhecido por ser pobre a proteção ao acionista minoritário e por dar um alto benefício para o controle. Apesar da Lei das Sociedades Anônimas ter sido revisada com o propósito de melhor proteger os acionistas minoritários, foi a BMF&Bovespa que preencheu este espaço criando uma série de regulamentações de boa governança que vão além dos requisitos mínimos da lei. Na maior parte dos casos, a garantia de uma boa governança muitas vezes é dada contratualmente pelas empresas que querem atrair investidores externos. (De Carvalho e Pennacchi, 2012; Black et al., 2010; Bennedsen et al, 2012)

Os direitos de *tag along*, ou seja, o direito do acionista minoritário receber um percentual do valor por ação recebido pelo acionista controlador no caso de venda da companhia (que costuma ficar entre 80 e 100%), é um exemplo de direito garantido pelo contrato social da companhia. Para evidenciar este direito, esta passou a ser uma informação publicamente anunciada e tabelada, evitando que os acionistas e pesquisadores necessitem percorrer por todo o contrato para encontrá-la (Bennedsen et al, 2012).

Já outra prática contratual, que nem sempre garante o direito dos acionistas minoritários são as chamadas “*Poison Pills* brasileiras”. Este mecanismo costuma funcionar de duas diferentes formas: na primeira, mais comum, se um acionista decide atingir uma concentração de capital acima do valor estipulado (que varia entre 10% e 35%), este deve realizar uma oferta pública para aquisição da totalidade de ações da companhia, com um preço inflacionado (geralmente, o valor mais alto entre as três opções: um prêmio sobre o valor corrente das ações, um prêmio sobre um múltiplo de Ebitda ou o valor econômico calculado por um terceiro); na segunda o acionista que pretende atingir a concentração acionária estipulada deve comunicar sua intenção com antecedência ao Diretor do Pregão da BMF&Bovespa e à Companhia, para que um leilão possa ser convocado no qual possam participar terceiros interferentes e até mesmo a própria companhia. Enquanto o primeiro tipo desta cláusula visa encarecer a tomada de controle, o segundo pretende promover uma competição de forma a elevar o preço das ações na sua emissão. Apesar do uso de *poison pills* ser usualmente considerado uma má prática de governança corporativa, muitas empresas brasileiras com suas estruturas de capital dispersa tentam justificar sua cláusula argumentando que esta constitui uma boa prática de governança, evitando uma repentina concentração de ações nas mãos de um controlador, o que hipoteticamente poderia prejudicar outros investidores devido a menor liquidez de ações e a presença de um controlador indesejado. Entretanto, muitas

empresas que possuem o grupo controlador definido também adotam esta prática contratual. (Silveira e Saito, 2008; Gorga, 2008; Black et al., 2010, Black et al., 2012)

Outra prática contratual brasileira comum é o uso da cláusula que impede o exercício de voto favorável ou imponha ônus ao acionista, conhecidas como *cláusula pétrea*. Nestas cláusulas, os acionistas que votam a favor da supressão ou da alteração de cláusulas de proteção à dispersão acionária tem a obrigação, eles mesmos, de realizar uma oferta pública pela totalidade das ações da companhia. Esta oferta deve seguir a mesma regra para cálculo das ações da cláusula de proteção à dispersão (Gorga, 2008; Black et al., 2010).

Por fim, há uma discussão sobre a probabilidade de ocorrência de transações baseadas em informações (PIN) nas ações listadas nos mercados tradicional, Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado da BMF&Bovespa, que foi estudada por Barbedo et al. (2009). Os resultados indicam que ações com maior liquidez possuem menor probabilidade de operações com informação, sugerem também que ações operadas no Nível 2 e Novo Mercado possuem uma probabilidade maior de operarem com informações, devido à menor liquidez e baixa chegada de investidores desinformados.

2.5 Iniciativas de Melhoria das Práticas de Governança no Brasil

2.5.1 Os segmentos de listagem especiais da Bovespa

Criados em 2001, os novos segmentos de listagem da Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) levam as empresas a aderirem a crescentes práticas de governança corporativa, uma vez que nestes segmentos as regras são ainda mais rígidas que as exigidas pela Lei das S.A. De acordo com De Carvalho e Pennachi (2012), este é um exemplo de como uma bolsa de valores pode estimular a melhoria na governança corporativa sem recorrer ao governo ou a qualquer instância do estado, um caso de sucesso no mundo.

Para ser listada nos novos segmentos, a empresa deve estabelecer padrões mínimos de gestão, além de garantias para o acionista minoritário no estatuto social da empresa.

2.5.1.1 A ORIGEM DOS SEGMENTOS DE LISTAGEM ESPECIAIS – O NOVO

MERCADO

A inspiração para os “novos mercados” vem da bolsa americana Nasdaq, que, em meados da década de 90 destacava-se frente à bolsa de Nova Iorque por trabalhar com empresas de tecnologia, internet e biotecnologia e que tinham um crescimento mais acelerado que as companhias tradicionais.

Empresas desta natureza estavam iniciando suas atividades em todo o mundo, e enfrentavam restrições de crédito, buscando alternativas para financiar seu crescimento. Assim, surgem em diversas bolsas da Europa segmentos destinados a estas companhias de crescimento acelerado, chamados usualmente de “novo mercado”, com regras de adesão mais brandas.

O primeiro desses novos mercados foi estabelecido na França, em 1996, o *Nouveau Marché*. No mesmo ano iniciou a Easdaq, em Bruxelas, aberta para empresas de toda Europa. Em 1997 o novo segmento também foi criado na Alemanha (*Neuer Markt*) e na Holanda (*Nieuwe Markt*). Em 1999, a Itália cria o *Nuovo Mercato*, ano em que este segmento atinge seu auge.

O *Neuer Markt* alemão, destacava-se dos demais por compensar a flexibilização da entrada com regras mais duras de transparência, como a obrigatoriedade de publicação dos balanços de acordo com um dos principais padrões internacionais vigentes (o IFRS ou o US Gaap), e de governança, como a exigência de um período mínimo de seis meses em que a negociação das ações detidas por executivos e proprietários ficaria interdita (*lock-up*).

De acordo com Carvalho e Pennacchi (2006) a popularidade do *Neuer Markt* alemão com os investidores, devido às regras mais rígidas de transparência e apresentação das informações, foi um dos fatores que causou o aumento de preço das ações listadas neste segmento. Entretanto, em 2000, quando a bolha da tecnologia estourou, a reputação do *Neuer Markt* foi perdida, fazendo com que a *Deutsche Börse* (Bolsa de valores de Frankfurt) fechasse esse segmento em outubro de 2005.

O movimento de revisão da regulamentação nos primeiros anos do milênio não foi uma exclusividade do Brasil. Outros países da América Latina como Argentina, Chile, México e Colômbia também efetivaram mudanças no sentido de aumentar a proteção dos acionistas minoritários. Porém, de acordo com Coffee (2002) os exemplos do Novo Mercado brasileiro e do *Neuer Markt* alemão são os mais relevantes do ponto de vista de transparência

e *disclosure* das informações, pois abrir capital neste segmento da Bovespa passou a ter exigências similares de governança que as empresas que abriram capital na NYSE (*New York Secuties Exchange* – Bolsa de Valores de Nova Iorque).

A principal diferença entre o Novo Mercado brasileiro e o Neuer Market alemão, é que o brasileiro fez uma opção diferente do seu precursor: não fixou a natureza da companhia que poderia aderir ao segmento com melhores práticas de governança, pelo contrário, diferentes segmentos foram criados para que companhias de todos os setores possam migrar para o novo patamar.

2.5.1.2 O CRESCIMENTO DOS SEGMENTOS DE LISTAGEM ESPECIAIS

Nos três primeiros anos, somente duas empresas aderiram ao Novo Mercado, mas tudo muda em 2004 com a adesão da Natura. A partir de então, uma companhia só não abre capital neste segmento se existe algum impedimento legal para isso. Hoje, os investidores exigem o nível de governança imposto por este mercado e muitas empresas listadas em outros segmentos acabaram mudando para este.

Entre 2004 e agosto de 2013, das 148 empresas que iniciaram a comercialização de ações na BMF&Bovespa por meio de IPO's, 110 escolheram o Novo Mercado e 19 o Nível II. Neste período, somente 1 empresa fez seu IPO no Mercado Tradicional. (Bovespa, 2013).

Muitas companhias que não abriram seu capital no Novo Mercado fizeram esta escolha devido a implicações legais. Como exemplo GOL e TAM, que são companhias aéreas e a legislação brasileira não permite que estrangeiros tenham posse de mais de 20% das ações com direito a voto de companhias aéreas. Esta restrição viola a regra do Novo Mercado que exige no mínimo 25% de ações em circulação do total de ações da empresa, por isso, estas empresas estão listadas no Nível II. De forma similar, ALL (América Latina Logística) foi instruída pela ANTT (Agência Nacional de Transportes Terrestres) em desfazer seus planos de abrir capital no Novo Mercado porque é necessário que o grupo controlador tenha a maioria das ações com direito a voto, condição que seria difícil de manter no Novo Mercado. Entretanto, em 2011, a ALL reformulou seu grupo de controle e migrou para o Novo Mercado.

No final de setembro de 2013, com a migração de empresas do Mercado Tradicional e de outros mercados, o Novo Mercado possuía 130 listadas neste segmento, 21 empresas listadas no Nível 2, 32 empresas listadas no Nível 1, sendo que a maior parte destas

migrou do Mercado Tradicional para este segmento de listagem, e 258 empresas no Mercado Tradicional. (Bovespa, 2013)

Carvalho e Pennacchi (2006) concluem em suas pesquisas que empresas que migraram do segmento tradicional da Bovespa para os segmentos com maior nível de governança corporativa tiram a valorização de suas ações acima da média do mercado nos período próximo à mudança de segmento. Estes resultados são considerados significativos pelos autores, pois os mesmos consideram que esta é uma evidência de que a criação de mercados *premiums* pode aumentar a confiança do investidor e encorajar o desenvolvimento do mercado de capitais.

2.5.1.3 REQUISITOS DE ADESÃO AOS SEGMENTOS ESPECIAIS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA DA BMF&BOVESPA

A Tabela 1 resume os principais requisitos de adesão aos diferentes segmentos de listagem da BMF&Bovespa.

Os segmentos Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado possuem requisitos cumulativos, ou seja, uma empresa listada no Nível 2 deve cumprir todos os requisitos do Nível 1 além de outros requisitos adicionais. Já uma empresa listada no Novo Mercado deve cumprir todos os requisitos do Nível 2 além de ter 100% das suas ações com direito a voto, ou seja, estas empresas não podem ter ações preferenciais.

Já o segmento Bovespa Mais foi criado em 2008 e foi idealizado após a explosão de IPO's realizadas em 2007, focando em empresas de menor porte em fase de crescimento, com objetivo de tornar o mercado acionário brasileiro mais acessível ao maior número de empresas, com regras diferenciadas que buscam atrair investidores que esperam retorno no médio e longo prazo. (Bianchi et al., 2009)

Tabela 1 – Comparativo dos Segmentos de Listagem da BMF&Bovespa

REQUISITO	NOVO MERCADO	NÍVEL 2	NÍVEL 1	BOVESPA MAIS	TRADICIONAL
Características das Ações Emitidas	Permite a existência somente de ações ON	Permite a existência de ações ON e PN (com direitos adicionais)	Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação)	Somente ações ON podem ser negociadas e emitidas, mas é permitida a existência de PN	Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação)
Percentual Mínimo de Ações em Circulação (free float)	No mínimo 25% de <i>free float</i>			25% de <i>free float</i> até o 7º ano de listagem, ou condições mínimas de liquidez	Não há regra
Distribuições públicas de ações	Esforços de dispersão acionária			Não há regra	
Vedação a disposições estatutárias (a partir de 10/05/2011)	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e "cláusulas pétreas".		Não há regra	Não há regra	Não há regra
Composição do Conselho de Administração	Mínimo de 5 membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes com mandato unificado de até 2 anos		Mínimo de 3 membros (conforme legislação)		
Vedação à acumulação de cargos (a partir de 10/05/2011)	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)			Não há regra	Não há regra
Obrigaçao do Conselho de Administração (a partir de 10/05/2011)	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações da companhia		Não há regra	Não há regra	Não há regra
Demonstrações Financeiras	Traduzidas para o inglês		Conforme legislação	Conforme legislação	
Reunião pública anual e calendário de eventos corporativos	Obrigatório	Obrigatório	Facultativo	Facultativo	Facultativo
Divulgação adicional de informações (a partir de 10/05/2011)	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta		Não há regra	Não há regra	Não há regra
Concessão de Tag Along	100% para ações ON	100% para ações ON e PN e 80% para PN (até 09/05/2011)	80% para ações ON (conforme legislação)	100% para ações ON	80% para ações ON (conforme legislação)
Oferta pública de aquisição de ações no mínimo pelo valor econômico	Obrigatoriedade em caso de fechamento de capital ou saída do segmento		Conforme legislação	Obrigatoriedade em caso de fechamento de capital ou saída do segmento	Conforme legislação
Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado	Obrigatório	Obrigatório	Facultativo	Obrigatório	Facultativo

Fonte: Bovespa, 2013

2.5.1.4 ALTERAÇÃO NAS REGRAS DOS SEGMENTOS DE LISTAGEM ESPECIAIS

A crise financeira de 2008 gerou um questionamento em todo o mundo sobre a eficácia das práticas de governança corporativa que estavam sendo aplicadas. Entretanto as grandes corporações no mundo, e também no Brasil, estavam trabalhando dentro da regulação vigente, fazendo com que a revisão das regulamentações fosse umas das primeiras grandes consequências após a explosão da bolha.

Enquanto havia muitos outros responsáveis pela crise, a regulamentação vigente também teve o seu papel. De acordo com Schooner e Taylor (2010, p.112) “Uma regulamentação fraca encoraja a criatividade das empresas em buscar alternativas de evasão dos requerimentos regulatórios.” Os autores argumentam que uma forte regulamentação pode evitar futuras crises, pois deixam menos espaço para o subjetivo e a inovação. Contudo, os autores reconhecem que “brechas na regulamentação existiam, entretanto o mais significativo foi a falha na ideologia da regulamentação” (Schooner e Taylor, 2010, p.112), ou seja, mais importante que uma regulação bem estruturada é que as companhias compreendam a ideologia por trás e a sigam para aumentar a confiabilidade do sistema.

Em linha com este movimento mundial, a BMF&Bovespa entendeu que havia a necessidade de revisão da regulamentação aplicada aos segmentos de governança. Em 2008 sugestões de alterações foram sistematizadas e passadas para Câmara Consultiva do Novo Mercado (CCNM), criada para este fim. Subgrupos foram criados para discussão de temas específicos. Entre 2009 e 2010, 27 fóruns de discussão foram realizados, envolvendo as empresas listadas, finalizando com painéis com a participação de toda sociedade. Minutas de regulamentos foram elaboradas e seminários com as companhias listadas foram realizados durante o mês de maio de 2010, sendo que as companhias tiveram prazo até o mês de setembro do mesmo ano para enviarem suas cédulas de voto. Para que uma regulamentação possa ser alterada em um segmento, não deve haver manifestação contrária de mais de um terço das empresas listadas no mesmo. Caso mais de um terço das companhias listadas no segmento se manifeste contrária à proposta, a mesma é considerada reprovada. (Bovespa, 2013)

As alterações foram apresentadas para votação em blocos, sendo que dos 12 blocos de alterações sugeridos, 8 foram aprovados pelas companhias listadas e 4 reprovados. A nova regulamentação entrou em vigor em 10/05/2011, com prazos para aplicações que variaram de 90 dias a três anos, sendo os prazos específicos para cada alteração aprovada.

As mudanças aprovadas foram:

- *Limitação de voto:* Vedação a limite inferior a 5% do capital social, ou seja, a companhia não poderá prever, em seu estatuto social, disposições que limitem o número de votos de acionistas em percentuais inferiores a 5% do capital social, exceto em casos de desestatização ou de limites exigidos em lei ou regulamentação aplicável à atividade desenvolvida pela companhia.
 - Para o Novo Mercado e Nível 2;
 - Prazo para implementação: 08/08/2011;
- *Obrigação do conselho de administração divulgar manifestação, no prazo de 15 dias a partir do edital da oferta pública de aquisição de ações:* Sobre os termos de qualquer oferta pública de aquisição de ações que tenha por objeto as ações de emissão da companhia, levando em consideração o interesse do conjunto dos acionistas.
 - Para o Novo Mercado e Nível 2;
 - Prazo para implementação: 08/08/2011;
- *Vedação ao estabelecimento de quórum qualificado.*
 - Para o Novo Mercado e Nível 2;
 - Prazo para implementação: 08/08/2011;
- *Vedação à cláusula que impede o exercício de voto favorável ou imponha ônus ao acionista – “cláusula pétrea”.*
 - Para o Novo Mercado e Nível 2;
 - Prazo para implementação: 08/08/2011;
- *Vedação ao estabelecimento da obrigação de realizar oferta pública de ações no caso de atingimento de determinada participação acionária – “poison pill”.*
 - Para o Novo Mercado;
 - Prazo para implementação: 08/08/2011;
- *Política de negociação dos valores mobiliários:* As companhias deverão divulgar a política de negociação de valores mobiliários.
 - Para o Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2;
 - Prazo para implementação: 10/05/2012;
- *Código de conduta:* As companhias deverão elaborar e divulgar um código de conduta.
 - Para o Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2;
 - Prazo para implementação: 10/05/2012;
- *Vedação à acumulação de cargos de presidente do conselho de administração e diretor presidente ou principal executivo.*
 - Para o Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2;
 - Prazo para implementação: 10/05/2014;

As cláusulas não aprovadas foram:

- *Aumento de 20% para 30% a participação de conselheiros independentes na composição do conselho de administração*, para Novo Mercado e Nível 2;
- *Inclusão de no mínimo 5 conselheiros*, para o Nível 1;
- *Exigência de um comitê de auditoria com no mínimo 3 membros*, para Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2;
- *Oferta Pública de Aquisição de Ações (OPA) por atingimento de Participação Acionária Relevante*, para o Novo Mercado.

As alterações na regulamentação, aprovadas pelas empresas listadas no segmento, mostram um lado uma preocupação com a evolução dos sistemas de governança corporativa, porém, há também a preocupação com os custos que este sistema acarreta para as firmas. Mesmo em um cenário econômico favorável, alterações que levariam a um aumento no custo de administração do negócio não foram aprovadas.

2.5.2 Os Códigos de Boas Práticas de Governança no Brasil

Silveira e Saito (2008) fazem uma discussão qualitativa da governança corporativa no Brasil. De acordo com os autores, dois códigos de governança corporativa são marcos no Brasil: o código de melhores práticas de governança corporativa do IBGC e as Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa. De acordo com estes autores, os códigos de melhores práticas são ferramentas para educação de boas práticas de governança, entretanto, poucas companhias adotam a maior parte de sua regulamentação assim como é mínimo o número daquelas que demonstram publicamente seu nível de adequação aos códigos.

2.5.2.1 CÓDIGO DAS MELHORES PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA DO IBGC

De acordo com Aguilera e Cuervo-Cazurra (2004), os códigos de governança corporativa são um conjunto de “melhores práticas” recomendações de comportamento e

estrutura do conselho de administração de empresas, destinado a compensar as deficiências do sistema de governança corporativa dos países, no que diz respeito aos direitos dos acionistas.

O IBGC cria seu primeiro Código das Melhores Práticas da Governança Corporativa em 1999. Segundo Monforte (2006), “os aspectos de ordem ética são transversais ao Código”. Nesta primeira versão, o Código tratou principalmente da composição, atribuições e funcionamento do conselho de administração.

Em 2001, o Código sofre a sua primeira revisão, incluindo os demais agentes da Governança Corporativa: conselho fiscal, gestores e auditoria independente. Nesta segunda versão, também foi introduzido o conceito de prestação de contas (*accountability*).

A terceira versão do código é de 2004, e neste é abordada de forma detalhada o papel dos diferentes públicos-alvo da governança, além de incluir o conceito de responsabilidade corporativa, centrando-se nas questões ‘pós-Enron’.

A quarta versão, atualmente em vigor, é de 2009. Durante o período entre uma versão e outra houve uma grande mudança no quadro da governança corporativa. Além de abranger o período de maior crescimento do mercado de capitais da história do Brasil, estão em processo de aprovação as alterações da regulamentação do Novo Mercado e acontece a crise do mercado financeiro de 2008. Segundo Eliane Lustosa, coordenadora do comitê de revisão, em entrevista à Sardão (2009), “o ambiente institucional brasileiro evoluiu muito desde a última revisão (2004) e o Código precisava, além de acompanhar estas mudanças, dar um passo à frente em relação ao que já é obrigatório para as organizações nacionais”. Nesta versão, as modificações aconteceram em três principais eixos: Inovação, Detalhamento e Revisão/Enxugamento, pois devido ao amadurecimento do mercado, conceitos de edições anteriores já incorporados pelo mercado puderam ser suprimidos.

2.5.2.2 RECOMENDAÇÕES DA CVM SOBRE GOVERNANÇA CORPORATIVA

Em 2002, a Comissão de Valores Mobiliários do Brasil (CVM) publicou um documento não mandatário de práticas de governança corporativa. A ideia da CVM era criar um guia com as melhores práticas de governança corporativa baseado nas suas experiências e também em experiências internacionais, com objetivo de auxiliar o desenvolvimento de mercado de capitais no Brasil (Silveira e Saito, 2008).

O código é baseado em recomendações para autorregulação das empresas. Nenhuma empresa é obrigada a apresentar se está ou não cumprindo com as exigências do código, sendo que em uma análise mais profunda, a empresa não é obrigada nem a tomar conhecimento do código.

As Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa tem sua ênfase na dimensão de estrutura de capitais e direito dos acionistas. De acordo com Silveira e Saito (2008), esta ênfase é esperada devido à experiência do órgão regulador neste assunto, e os inúmeros conflitos analisados por este órgão de casos envolvendo acionistas da companhia.

2.5.3 A Lei das S.A.s

A Lei das Sociedades por Ações (Lei nº 6.404/1976) é a lei que contabilmente rege as Sociedades Anônimas (S.A.s), e é considerada por muitos como uma cópia do *Model Business Corporation Act* (MBCA), da federação americana.

No final da década de 1990, a CVM, Comissão de Valores Mobiliários, enviou para o Congresso Nacional uma proposta de reforma desta lei, como justifica Carvalho (2002, p.29): “A reforma da Lei das Sociedades por Ações começou como um projeto grandioso que procurava reajustar a legislação brasileira às necessidades reais de um mercado de capitais moderno e que, de fato, funcionasse como uma fonte de financiamento para as empresas.”

Durante os trâmites do projeto de lei no Congresso Nacional, algumas mudanças significativas ocorreram no texto original, sendo analisado por Gorga (2004) da seguinte forma:

“A proteção aos acionistas minoritários fracassou na medida em que as associações de controladores exerceram pressão para a modificação de vários artigos, bem como a introdução de outros específicos para zelar por seus interesses, refletindo que em relação à reforma originalmente encaminhada, os acionistas minoritários perderam em temas muito importantes, e ganharam também em alguns de forma específica, por meio da Lei 10.303/2001 promulgada definitivamente em 31 de outubro de 2001.” (Gorga, 2004, p. 310)

Santos e Rogers (2009), entretanto, destaca alguns ganhos, principalmente na proteção dos acionistas minoritários, trazidos pela Lei 10.303/2001:

“evidencia-se a possibilidade de disputas (entre os acionistas e a companhia ou entre os acionistas controladores e os minoritários) serem resolvidas por meio de câmaras de arbitragem. Salienta-se, ainda, o aumento do poder individual dos membros do conselho fiscal, estabelecido pela norma que obriga os administradores a revelar quaisquer mudanças na propriedade da empresa à Comissão de Valores Mobiliários, bem como às bolsas de valores em que as ações da companhia são negociadas.” (Santos e Rogers, 2009, p.36)

A Lei de 1976 continuou a seguir algumas reformas ao longo da década com a promulgação da Lei nº 11.638/2007, que estabelece profundas mudanças na forma de contabilização, e da MP 449/2008, convertida na Lei nº 11.941/2009, que traz alterações principalmente nas legislações tributárias e societárias. Silva (2009) destaca:

“A contabilidade brasileira passa por uma verdadeira revolução. A Lei nº 6.404/76 (Lei das Sociedades Anônimas – LSA), com a edição da Lei nº 11.638/2007 e da Medida Provisória nº 449/2008, estabelece profundas modificações na forma de contabilização e evidenciação dos fatos contábeis das sociedades anônimas e das sociedades de grande porte, fazendo-as convergir para os padrões internacionais de contabilidade.” (Silva, 2009, p.2)

2.6 Índices de Mensuração da Qualidade de Governança Corporativa

2.6.1 Índices internacionais de mensuração da qualidade da Governança Corporativa

A recente literatura sobre Governança Corporativa tem criado diferentes índices como forma de medir a qualidade dos de governança, sua evolução e relação com o valor das firmas.

O *Governance Metric International* (GMI) foi criado em abril de 2000 por um grupo de pessoas interessados em medir governança. O índice foi criado dividindo a governança em sete subcategorias: *board accountability*, controles internos e *disclosure* financeiro,

reputação e responsabilidade social, controle de mercado, controle e potencial de diluição e direitos dos acionistas. (Sherman, 2004).

De acordo com Ezzine e Olivero (2013), Standard & Poor's é a primeira agência que em 2001 mostra interesse em medir a qualidade da Governança Corporativa nas empresas. Seu índice composto de 98 questões binárias é utilizado por diversos autores, entre estes Durnev e Kim (2003) e Patel et al. (2002).

A agência Moody's também cria seu índice de governança, mas entende que para uma melhor utilização das partes interessadas, o índice deve ser subdividido em: conselho de administração, *disclosure* público, estrutura regulatória, direito a voto e prerrogativas de controle. (Ezzine e Oliveiro, 2013).

O *Investor Responsibility Research Center* (IRRC) monitora 24 itens (IRRC *provisions*) que aparentemente são benéficas para os administradores e podem ser ou não nocivas para os acionistas. Pesquisas tem demonstrado a relação entre as provisões do IRRC e do valor agregado das firmas. (Bedchuk et al, 2006). Em um artigo influente, Gompers, Ishii, e Metrick (2003) cria um índice baseado nas provisões do IRRC. Bebchuk, Cohen e Ferrell (2006) também criam um índice baseado nas seis provisões mais representativas do IRRC. Os índices "GIM" e "BCF" passam a ser uma medida utilizada por diversos pesquisadores, como Bhagat e Bolton (2008), Bates et al (2009) e Wang e Xie (2009).

O *Institutional Shareholder Services* (ISS) também desenvolve um índice com 61 variáveis, composto de conselho de administração, auditoria, estatutos e regulamentos, legislação, compensação dos administradores e conselheiros, fatores qualitativos controle e educação executiva. (Ezzine e Oliveiro, 2013). Brown e Caylor (2006) utilizam este índice em seu trabalho.

O *Financial Time Stock Exchange* (FTSE) também tem seu índice de governança utilizado por pesquisadores como Bauer et al. (2004). Mais recentemente, o ISS e FTSE uniram esforços na criação do *World Governance Index* (WGI), conforme discutido por Ezzine e Oliveiro (2013).

Klapper e Love (2004) utilizam o índice de governança criado pelo banco *Credit Lyonnais Securities Asia* (CSLA) para avaliar a relação entre governança e desempenho das empresas em 14 países emergentes, identificando uma grande variação entre o nível de governança das empresas da amostra.

Bedchuk et al (2006) fazem uma crítica aos índices divulgados por instituições, especialmente os baseados em um número muito grande de provisões. Para estes autores, muitos administradores fazem sua gestão para obter maiores pontuações nestes índices, sendo

que nem todos os itens nos quais os índices se baseiam são importantes para aumentar o retorno ao acionista.

A grande parte dos índices publicados é baseada no modelo econômico americano. Devido aos diferentes cenários de governança encontrados nos diferentes países, conforme já discutido na seção ‘2.3 Convergência entre os diferentes modelos de Governança’ deste trabalho, muitos pesquisadores tem criado seu próprio índice de avaliação da governança corporativa, entre eles pode-se destacar Bai et al. (2004), Black et al. (2006a), Black et al. (2006b), e Chong e Lopez-de-Silanes (2006) que identificaram uma relação positiva entre governança e valor das firmas na China, Rússia, Coreia e México, respectivamente.

2.6.2 Índices de mensuração da qualidade da Governança Corporativa no Brasil

A literatura acadêmica brasileira também possui diversos autores que criaram seus próprios índices de governança para avaliação da qualidade da Governança Corporativa no Brasil.

Silveira (2004) constrói um índice denominado IGOV, calculado a partir de 20 questões binárias e objetivas, sendo que cada empresa poderia ter uma pontuação de 0 a 20. Seu índice estava baseado em quatro dimensões: acesso às informações, conteúdo das informações, estrutura do conselho de administração e estrutura de propriedade e controle, e contempla recomendações dos códigos do IBGC e da CVM. Silveira e Barros (2008) utilizam este índice para avaliar a relação da qualidade da governança corporativa com a estrutura de propriedade, concluindo que quanto maior o poder do acionista controlador menor é a qualidade da governança na firma.

Leal e Carvalho-da-Silva (2007) desenvolvem o *Corporate Governace Index* (CGI), composto de 24 questões binárias baseadas em informações públicas fornecidas pelas empresas e dividido em quatro dimensões: *disclosure*, composição e funcionamento do conselho de administração, ética e conflito de interesses, direito dos acionistas. Para criação do índice foram utilizados os códigos do IBGC e da CVM, as recomendações de boas práticas de governança da *Organization for Economic Co-operation and Development* (OECD), além de observar as regras do Novo Mercado da BMF&Bovespa. Para os autores o número de variáveis escolhidas define um escopo não muito pequeno que não pudesse capturar variações no modelo de governança nem tão grande, gerando dificuldade, consumo de tempo e alto custo para construí-lo.

Gonçalves (2009) utiliza o CGI para analisar se empresas que possuem uma melhor prática de governança corporativa apresentam um menor risco durante crises internacionais, concluindo que não se pode considerar que o investidor brasileiro leve em consideração as boas práticas de governança em momentos de crise.

Silveira et al. (2010) utiliza o CGI, no período de 1998 a 2004, para investigar o impacto da estrutura de propriedade nas práticas de qualidade da governança corporativa, separando controle e direitos ao fluxo de caixa. Neste estudo, não foram identificadas evidências claras da influência de fatores como perspectiva de crescimento, tamanho da firma, valor da firma, estrutura de propriedade, entretanto existem evidências de uma relação causal entre valor e propriedade e práticas de governanças corporativas.

Vieira (2010) utiliza também o CGI para avaliar a relação entre variação da qualidade de governança com desempenho operacional e retorno das ações, concluindo que empresas que tiveram uma variação positiva na qualidade de sua governança também tiveram uma variação positiva no desempenho operacional, mas não foi identificada nenhuma relação significativa com o retorno das ações.

Lopes e Walker (2008) desenvolvem o *Brazilian Corporate Governance Index* (BCGI), composto de 15 questões binárias divididas em quatro áreas: *disclosure*, estrutura de governança, composição do conselho de administração e direito dos acionistas. Todas as questões são baseadas em informações públicas e foram aplicadas para os anos de 1998, 2000, 2002 e 2004. Para os autores, a vantagem deste índice é que o mesmo pode avaliar questões de governança corporativa baseada em informações públicas e não em questionários desenvolvidos por analistas como do *Credit Lyonnais Securities Asia* (CLSA), segundo porque pode ser aplicado para todas as empresas de capital aberto, e não somente para as 28 constantes na base de dados supracitada, e por fim, porque o mesmo pode ser acompanhado ao longo do tempo para avaliar a evolução da governança corporativa no Brasil.

Almeida et al. (2010) desenvolve o Índice de Governança Corporativa das Empresas Brasileiras de Capital Aberto Não Listadas em Bolsa (IGCNL), adaptado do questionário desenvolvido por Leal e Carvalhal-da-Silva (2007), CGI, desenvolvido para as empresas listadas em bolsa.

Braga-Alves e Shastri (2011) construíram o NM6, índice com seis variáveis baseadas nas principais mudanças de regulamentação criadas no Novo Mercado. Neste estudo foi identificado que empresas com maior NM6 possuem um maior valor, mas que este não está relacionado a uma melhor performance operacional. Uma estratégia de investimento que

comprasse ações com maior NM6 e vendesse ações com menor NM6 teria um retorno anormal de 10,68% por ano no período de 2001 a 2005.

Correia et al. (2011) constrói um novo índice para avaliar a qualidade da governança das empresas brasileiras e validá-lo em confronto com indicadores a confiança dos investidores, como a performance financeira das empresas, dividindo o índice nas dimensões: composição do conselho de administração, estrutura de propriedade e controle, modalidades de incentivo aos administradores, proteção dos acionistas minoritários e transparência nas informações apresentadas. O índice calcula a média ponderada de vários componentes gerados e as ponderações são representadas pelas suas respectivas variâncias. Os resultados apresentaram um resultado positivo entre os índices de governança e o Q de Tobin.

Black et al. (2012) desenvolve um índice de boas práticas de governança nas empresas brasileiras com ano base de 2004. O estudo mostra que o índice criado, assim como os subíndices de estrutura de propriedade, procedimentos do conselho de administração, direitos dos acionistas minoritários, predizem um maior Q de Tobin. Maior independência do conselho de administração prediz um menor Q de Tobin. Também foi identificado que o setor de atuação da empresa também influencia, assim como o seu tamanho. O mesmo índice foi aplicado em empresas da Índia, Coreia e Rússia. O resultado entre culturas sugere que as características do país influenciam fortemente nos aspectos de governança que predizem o valor das firmas.

2.6.3 CGI – *Corporate Governance Index*

O *Corporate Governance Index* (CGI) desenvolvido por Leal e Carvalhal-da-Silva (2007) é composto de 24 questões que podem ser objetivamente respondidas através do acesso aos arquivos públicos da CVM, *web sites* das empresas, e informações públicas, com um “sim”, ou um “não” para a pergunta, gerando uma pontuação que avalia a qualidade da governança variando entre 0 e 24.

As questões estão proporcionalmente divididas em quatro dimensões: *disclosure*, composição e funcionamento do conselho de administração, ética e conflito de interesses, direito dos acionistas. Estas dimensões podem ser tratadas como subíndices para uma melhor análise do resultado.

QUESTÕES DE DISCLOSURE

As questões de *disclosure* englobam transações com partes relacionadas, sanções contra más práticas de administradores e conselheiros, *disclosure* da remuneração da direção e dos membros do conselho, auditores independentes e práticas contábeis.

Temas relacionados a estes itens tem sido bastante estudados na literatura dos últimos anos. Lopes e Walker (2012) concluem que empresas que adotam práticas superiores de governança são menos propícias a manipular as informações financeiras publicadas. Gabriel e Silveira (2011) também chegam aos mesmos resultados em seus estudos.

Ponte et al. (2007) identificam um avanço na evidenciação das informações contábeis de natureza avançada e não obrigatória em um estudo comparando os anos de 2002 e 2005 com 119 empresas brasileiras, com especial melhoria na divulgação de suas práticas de responsabilidade social e do Balanço Social, das Demonstrações do Fluxo de Caixa (DFC) e do Valor Adicionado (DVA).

Francis et al (2006) e Dechow e Schrand (2004) levantaram evidências empíricas apontando que a auditoria realizada por uma grande firma tem qualidade superior comparativamente àquela conduzida por uma firma menor, ajudando a produzir, em tese, uma informação contábil mais confiável. Correia et al. (2011) corroboram com esta ideia, justificando que, devido a sua reputação, grandes empresas de auditoria possuem alto custo em ratificar balanços indevidos, podendo transmitir maior confiabilidade às informações prestadas pela empresa aos seus investidores externos. Sarens e Abdolmohammadi (2011) identificam em seus estudos que os países emergentes estão convertendo mais rápido para as melhores práticas de auditorias internas que os países desenvolvidos.

Pinto e Leal (2013) identificam uma correlação negativa econômica e estatisticamente significativa entre a remuneração dos administradores e o grau de concentração acionária em companhias brasileiras de capital aberto em 2010. Empresas com controle familiar pagam mais a seu executivo principal, mas não à diretoria como um todo, e a remuneração dos conselheiros é maior com a proporção de membros do grupo de controle ou seus familiares no conselho de administração. Silveira (2013) afirma que a remuneração dos administradores e membros do conselho tem aumentado nos últimos anos, o que tende a levar pessoas mais qualificadas para ocupar estas posições. Perobelli, Lopes e Silveira (2012) analisam os efeitos dos Planos de Opções de Compra de Ações (ESOP) sobre o valor das companhias listadas na BMF&Bovespa. Seus resultados mostram que há indícios de que o ESOP gera riqueza aos acionistas, mas apenas quando este é feito de forma estruturada em relação ao preço do

exercício. A valorização do preço das ações é ampliada quando há melhores práticas de governança corporativa e quando apresentam ESOP há mais de três anos.

QUESTÕES DE COMPOSIÇÃO E FUNCIONAMENTO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

As questões de composição e funcionamento do conselho de administração englobam a análise se o presidente do conselho é o mesmo presidente executivo da companhia, se existem comitês de trabalho ligados ao conselho de administração, se o comitê fiscal é permanente na empresa, se existe independência entre os membros do conselho, se estes são eleitos por mais de um ano e se o total de membros do conselho está entre 5 e 11 pessoas, conforme sugerido pelo Código de Melhores Práticas do IBGC (2009).

Silveira, Barros e Famá (2003a), utilizam em seu trabalho regressões múltiplas do tipo seção transversal e chegam a evidências de uma relação quadrática negativa entre o tamanho do conselho de administração e desempenho financeiro, sugerindo que empresas com um número intermediário de conselheiros (quatro a oito membros) alcançam o melhor desempenho financeiro.

Gondrige, Clemente e Espejo (2012) analisam 208 empresas de capital aberto no ano de 2008 avaliando o nível de aderências ao Código de Melhores Práticas do IBGC no que se refere à estrutura do conselho de administração e valor das empresas. Como resultado tiveram uma relação estatística positiva entre número de membros do conselho e valorização das companhias. Andrade et al. (2009) encontram em suas pesquisas que a composição do conselho de administração tem exercido mais influência no valor de mercado da companhia que no desempenho das mesmas. A quantidade total de conselheiros mostrou-se positivamente relacionada com o desempenho delas.

Silveira e Barros (2012) investigam a separação entre as posições de CEO e presidente do conselho de administração, concluindo que nestes casos o papel de principal líder da empresa está nas mãos do presidente do conselho de administração, não da do CEO. Para chegar a esta conclusão, foram analisadas 204 empresas na França e 215 no Brasil, indicando que aproximadamente 75% das empresas no Brasil e 70% das empresas na França separam o papel do CEO do papel de presidente do conselho de administração. O presidente do conselho é considerado o membro que mais influencia decisões, tende a ter um salário maior, assina cartas aos acionistas com maior frequência e recebe mais citações em documentos públicos. A pesquisa também identifica que atributos corporativos como controle familiar, performance

passada e duração do conselho são positivamente associados com o poder do presidente do conselho.

Leal e Oliveira (2002) pesquisaram práticas do conselho de administração no Brasil. A maior parte dos conselhos de administração são muito grandes ou muito pequenos. Os comitês do conselho são inefetivos. Os procedimentos do conselho são poucas vezes formalizados e os membros do conselho e CEO poucas vezes são avaliados. Não mais de 21% dos membros são independentes e apenas 2% eram eleitos por grupos de acionistas minoritários. As melhorias nas estruturas do conselho são restritas às grandes companhias de capital aberto, enquanto a maior parte das empresas evita abrir suas ações.

QUESTÕES DE ÉTICA E CONFLITO DE INTERESSES

As questões de ética e conflito de interesses englobam avaliação se a companhia está sendo investigada pela CVM por más práticas ou se teve que pagar alguma multa por má prática de governança, se a companhia recorre à câmara de arbitragem para resolução de seus conflitos, se os acionistas controladores possuem menos de 50% das ações com direito a voto na empresa, se o percentual de ações sem direito a voto não é inferior a 20% e sobre a relação entre direito ao fluxo de caixa do acionista controlador e direito a voto.

Silveira e Barros (2008) concluem que a estrutura de propriedade influencia o nível de governança corporativa. Encontrou-se uma relação negativa significativa entre o direito de controle do acionista controlador e a qualidade da governança corporativa. Quanto maior o poder do acionista controlador, principalmente em companhias onde este possui um percentual de ações ordinárias muito grande comparado ao total de ações, pior a qualidade de governança corporativa. Também foi encontrada uma relação entre excesso de direito de controle em relação ao direito sobre o fluxo de caixa, sendo que esta variável tem uma relação negativa comparada com a variável qualidade da governança.

Basso (2011) estuda as consequências de se adotar a Câmara de Arbitragem do Mercado como mediadora de conflito entre a empresa e seus *stakeholders*. Através de um modelo econométrico de regressão linear múltipla por painel de dados utilizando mínimos quadrados ordinários e generalizados, chegou-se a um resultado de redução de 7,13% no risco das empresas que adotaram a arbitragem como modelo de solução litigiosa.

Silveira et al. (2004) apontam em seus resultados, que segundo o autor ainda não eram conclusivos, de que a regra “uma ação – um voto” pode contribuir para a maximização do valor da empresa.

QUESTÕES DE DIREITO DOS ACIONISTAS

As questões de direito dos acionistas minoritários englobam avaliação de direito a voto e da facilidade do processo de voto acima do que é legalmente requerido, direito a *tag along* em 100% das ações, existência de estruturas piramidais de controle, acordo entre acionistas e percentual de ações em circulação na bolsa de valores.

Leal et al. (2002) analisaram a estrutura de controle direta das empresas e identificaram uma alta concentração de propriedade do capital votante, sendo que as empresas são usualmente controladas pelos seus três maiores acionistas. Entretanto, as estruturas de controle piramidais não são frequentes no país. Uma identificação importante é que usualmente o acionista controlador investe muito mais que o necessário para ter o controle da companhia

Silveira e Dias Jr (2009) analisam o impacto de publicações na mídia especializada de divergências de opinião entre acionistas controladores e acionistas minoritários. Em seu trabalho eles analisam 24 publicações de mídia especializada no Brasil de divergência entre estes dois grupos, utilizando duas diferentes metodologias de estudo. Suas conclusões sugerem que este tipo de publicação aumenta o custo de agência entre controladores e acionistas minoritários, aumentando a percepção de risco e reduzindo o preço das ações.

Bennedsen et al. (2012) avaliam que no Brasil, o anúncio da inclusão no estatuto social da cláusula de direito ao *tag along* está associado com retornos anormais e cumulativos de 5% no valor das ações; concluem os autores que isto provavelmente acontece porque os direitos de *tag along* aumentam os custos de venda e reduzem o grau de vulnerabilidade dos investidores minoritários.

3. METODOLOGIA DE PESQUISA

3.1 Aspectos Epistemológicos da Pesquisa

Esta pesquisa se insere numa linha epistemológica tipo empírico-analista, onde com base em procedimentos estatísticos objetiva-se a partir de referências teóricas criar um modelo que possibilite explicar se houve evolução dos sistemas de governança corporativa nas empresas após sua abertura de capital, inferindo se a entrada em segmentos especiais de listagem da BMF&Bovespa cria uma cultura de boas práticas de governança ou não nas empresas.

A investigação possui um caráter hipotético-dedutivo. A partir de um conhecimento gerado pela análise de um fenômeno formado por uma amostra de companhias que abriram seu capital nestes segmentos e permanecem com as ações comercializadas, tenta-se extrapolar o resultado para todas as empresas que possuem capital aberto ou objetivam no futuro comercializar suas ações.

3.2 Etapas de Pesquisa

Inicialmente procurou-se identificar na literatura recente lacunas a respeito das práticas de governança e da evolução das empresas que aderiram aos segmentos especiais de listagem da BMF&Bovespa. A partir de então foi desenvolvido um conjunto de suposições a respeito das relações entre a evolução da prática de governança corporativa, as práticas desenvolvidas pelas empresas que abriram capital nos segmentos de listagem especiais da Bovespa e a criação de uma cultura de boas práticas de governança.

A amostra, não probabilística, a ser investigada é composta por empresas que abriram capital entre os anos de 2004 e 2006 na Bovespa, e que possuem as suas ações comercializadas até o mês de junho de 2013. Para coleta de dados financeiros escolheu-se os relatórios financeiros publicados no mês de dezembro, devido ao fechamento do balanço anual e consolidação dos doze meses num único relatório.

A investigação estatística fundamenta-se na análise de dados contemplando os exercícios anuais de 2004 a 2012, sendo que o quadro completo pode ser trabalhado entre os

anos de 2005 a 2012, além de gerar duas análises parciais, criando um bloco entre 2005 e 2008 e outro entre 2009 e 2012.

Os dados gerados são utilizados no estudo estatístico através dos testes T-student e W de Kendall, e comparando-se o resultado com estudos anteriormente realizados de modo a se reunir indícios ou evidências do impacto do método nos resultados obtidos.

3.3 Universo e Amostra

O universo de amostra é composto por companhias abertas brasileiras, que fizeram IPO nos anos de 2004, 2005 e 2006. Destas foram excluídas as empresas que deixaram de ter suas ações comercializadas até o mês de junho de 2013, e as instituições financeiras. Estas instituições, além de apresentarem atividades diferentes das desenvolvidas pelas demais companhias, se não tiverem uma gestão baseada no controle, *compliance* e ética terão dificuldades para continuidade neste setor. Além disso, o Banco Central determina regras específicas para governança destas companhias, fazendo com que as mesmas possam ter um nível de práticas diferentes das médias do mercado, por isso, acredita-se que a inserção destas empresas poderia causar um viés na amostra.

Desta forma, o número de companhias abertas em cada ano do estudo foram: 7 em 2004, 9 em 2005 e 26 em 2006. Atendendo os critérios estabelecidos para esta pesquisa, o total de companhias que abriram capital em cada ano e que fazem parte desta amostra são: 6 em 2004, 5 em 2005, 18 em 2006, num total de 29 companhias amostradas.

3.4 Coleta de Dados

A base de dados foi gerada a partir do site da BMF&Bovespa na seção “Listagens Recentes”, aonde foi extraída a tabela “Estatísticas das Aberturas de Capital na BMF&Bovespa”, com informações dos IPO’s realizados de 2004 a 2013.

No banco de dados “Economática” foram retiradas informações cadastrais destas empresas, com o seu setor de atuação e situação da ação (ativa ou cancelada). Também do banco de dados Economática foram extraídas as informações relativas a dados financeiros, de balanço, resultados, valor de mercado e quantidade de ações em circulação. As multas aplicadas foram extraídas do *web site* da BMF&Bovespa na seção “Notificações e Multas Aplicadas” e os

processos em que as empresas estão envolvidas foram retirados do *web site* da CVM na seção “Processos Administrativos Sancionadores”.

As demais informações para gerar o índice de governança de cada empresa e geração do banco de dados foram retiradas dos Estatutos Sociais, Códigos de Conduta e Calendários de Eventos Corporativos das companhias, além dos formulários de Informações Anuais (IAN’s) com informações dos anos de 2004 a 2008 e dos Formulários de Referência com informações dos anos de 2009 a 2012, sendo que para as informações de 2009 foi utilizado o Formulário de Referência de 2010, e assim sucessivamente para os demais anos. Destaca-se neste ponto a complexidade na coleta de dados, pois para cada questão é necessária a consulta de uma seção do documento, e muitas vezes, de documentos diferentes, além disso, como os documentos publicados normalmente são anuais, para cada ano um novo bloco de documentos deve ser consultado para responder às questões.

O site de Relações com os Investidores de algumas empresas é fácil de consultar e possui os documentos dos anos anteriores organizados de maneira bem acessível, enquanto isso outras empresas possuem um site difícil de navegar e sem todos os documentos dos anos anteriores disponíveis; em alguns casos é possível encontrar o documento de alguns anos, depois por um ou dois anos a documentação não está disponível e após este período, a documentação fica completa novamente. Em outros casos, existe o link para download, porém sem o arquivo disponível.

A partir da investigação destes documentos, foram respondidas as questões que compõe o CGI, conforme Anexo 1 deste trabalho. Quando a resposta à questão era “sim”, colocava-se o índice 1 para a companhia no ano em análise. Quando a resposta à questão é “não”, colocava-se 0 para a companhia no ano em análise. No caso da informação não ser encontrada em nenhuma das bases consultadas, também foi colocado 0, pois entendeu-se que a companhia não possuía ou não faz o *disclosure* da informação tratada. O tratamento dado aos dados segue a mesma linha de outros autores como Silveira (2004), Black et al. (2006a), Leal e Carvalhal-da-Silva (2007).

A fidedignidade da base de dados gerada está alicerçada na capacidade de replicação proporcionada pelo índice de mensuração escolhido, o qual já foi utilizado em diversos outros estudos já citados neste trabalho que empregaram metodologia semelhante a esta.

3.5 Tratamento de Dados

Os dados coletados são tratados utilizando o teste T-student e W de Kendall. Estas técnicas pressupõem o estabelecimento de uma hipótese nula (H_0) e uma hipótese alternativa (H_1). A princípio, a hipótese nula é considerada a verdadeira. Ao confrontar a hipótese nula com os achados da amostra, verifica-se a sua plausibilidade em termos probabilísticos, o que nos leva a rejeitar ou não H_0 . Para a hipótese H_0 ser rejeitada, um nível de significância deve ser estabelecido. Se H_0 não é rejeitada, a mesma é assumida como verdadeira. Caso H_0 seja rejeitada, então H_1 é assumida como verdadeira. No teste T-student os dados são assumidos como paramétricos. Já o teste W de Kendall é mais robusto, pois não assume nenhuma distribuição especial para os dados.

O objetivo final do tratamento dos dados é estabelecer se há uma diferença estatística significativa entre os anos, o que acusaria uma mudança na prática de governança corporativa pelas empresas, sendo que esta mudança pode ser positiva ou não. Caso não seja encontrada uma diferença estatística significativa, considera-se que não houve uma evolução nas práticas de governança entre estes anos.

Na realização dos testes estatísticos, foi utilizado o *software* SPSS da IBM versão 17.0.

3.6 Hipóteses

A seguir, são relacionadas as perguntas e hipóteses estudadas neste trabalho.

Pergunta de pesquisa: Houve evolução na qualidade de governança corporativa nas empresas que abriram capital entre 2004 e 2006 desde a sua abertura de capital até o ano de 2012?

H_0 : Não houve alteração significativa no CGI (*Corporate Governance Index*, Leal e Carvalhal-da-Silva, 2007) no período entre a abertura de capital e 2012 nas empresas que abriram capital entre 2004 e 2006.

H_1 : Houve alteração significativa no CGI no período entre a abertura de capital e 2012 nas empresas que abriram capital entre 2004 e 2006 e o índice evolui no sentido que representa uma melhoria na qualidade das práticas de governança pelas empresas da amostra.

H2: Houve alteração significativa no CGI no período entre a abertura de capital e 2012 nas empresas que abriram capital entre 2004 e 2006 e o índice evolui no sentido que representa uma piora na qualidade das práticas de governança pelas empresas da amostra.

Para cumprir o objetivo geral deste trabalho, trabalha-se também com outras perguntas propostas, utilizando a mesma base de dados gerada para que a Pergunta de Pesquisa fosse respondida, ampliando sua discussão.

Pergunta1: Houve evolução na qualidade de governança corporativa nas empresas que abriram capital entre 2004 e 2006 entre os anos de 2005 e 2008?

H0P1: Não houve alteração significativa no CGI no período entre 2005 e 2008 nas empresas que abriram capital entre 2004 e 2006.

H1P1: Houve alteração significativa no CGI no período entre 2005 e 2008 nas empresas que abriram capital entre 2004 e 2006 e o índice evolui no sentido que representa uma melhoria na qualidade das práticas de governança pelas empresas da amostra.

H2P1: Houve alteração significativa no CGI no período entre 2005 e 2008 nas empresas que abriram capital entre 2004 e 2006 e o índice evolui no sentido que representa uma piora na qualidade das práticas de governança pelas empresas da amostra.

Pergunta2: Houve evolução na qualidade de governança corporativa nas empresas que abriram capital entre 2004 e 2006 desde 2009 até o ano de 2012?

H0P2: Não houve alteração significativa no CGI no período entre 2009 e 2012 nas empresas que abriram capital entre 2004 e 2006.

H1P2: Houve alteração significativa no CGI no período entre 2009 e 2012 nas empresas que abriram capital entre 2004 e 2006 e o índice evolui no sentido que representa uma melhoria na qualidade das práticas de governança pelas empresas da amostra.

H2P2: Houve alteração significativa no CGI no período entre 2009 e 2012 nas empresas que abriram capital entre 2004 e 2006 e o índice evolui no sentido que representa uma piora na qualidade das práticas de governança pelas empresas da amostra.

Pergunta3: Houve evolução na qualidade de governança corporativa nas questões que compõem o CGI e que não são diretamente relacionadas a leis ou regulamentações entre os anos de 2005 a 2012?

H0P3: Não houve alteração significativa nas questões que compõem o CGI e que não são diretamente relacionadas a leis ou regulamentações entre os anos de 2005 a 2012.

H1P3: Houve alteração significativa nas questões que compõem o CGI e que não são diretamente relacionadas a leis ou regulamentações entre os anos de 2005 a 2012, e o índice evolui no sentido que representa uma melhoria na qualidade das práticas de governança pelas empresas da amostra.

H2P3 Houve alteração significativa nas questões que compõem o CGI e que não são diretamente relacionadas a leis ou regulamentações entre os anos de 2005 a 2012, e o índice evolui no sentido que representa uma piora na qualidade das práticas de governança pelas empresas da amostra.

4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

O presente estudo utilizou o Índice de Governança Corporativa – CGI, (Leal e Carvalhal-da-Silva, 2007) para avaliar a qualidade das práticas de governança corporativa nas empresas listadas que fizeram sua abertura de capital entre os anos de 2004 e 2006, buscando responder se houve uma evolução das práticas de governança no período de 2005 a 2012.

Além do cálculo destes índices, também foram utilizadas as seguintes variáveis de controle: Empresa participante do segmento de listagem Novo Mercado, Empresa participante do segmento de listagem Nível 2, questão diretamente relacionada a lei ou regulamentação.

4.1 Análise do banco de dados

As 29 companhias analisadas estão distribuídas pelos mais diferentes setores da economia, com destaque para energia elétrica (4 empresas), construção civil (4 empresas) e serviços de transporte (3 empresas). Além disso, 6 empresas estão diretamente ligadas ao trabalho com *commodities*, e somente 3 são indústrias.

Do total, 23 empresas abriram capital diretamente no Novo Mercado, e 4 no Nível 2, sendo que duas destas (ALL e Equatorial) migraram para o Novo Mercado ao longo do período analisado.

No total de empresas analisadas, somente uma teve a redução do CGI entre 2005 e 2012, 9 mantiveram o mesmo índice no primeiro e no último ano da análise e 19 melhoraram seu indicador ao longo destes 8 anos.

Da possível pontuação de 0 a 24 gerada pelo indicador, a menor pontuação foi 12 no ano de 2005, e a maior foi 21 nos anos de 2008, 2010, 2011 e 2012. Na Tabela 2 pode-se verificar a estatística descritiva para o CGI em cada ano de análise, com a média, desvio padrão, valores mínimos, máximos e medianas encontradas.

Tabela 2: Estatística descritiva do CGI calculado para cada ano de estudo.

Ano	Média	Desvio Padrão	Valor Mínimo	1º Quartil	Mediana	3º Quartil	Valor Máximo
2005	15,4	1,8	12	14	15	17	19
2006	16,1	1,7	13	15	16	18	19
2007	16,5	1,8	13	15	17	18	19
2008	17,2	1,9	13	16	17	19	21
2009	18,0	1,5	14	17	18	19	20
2010	18,3	1,9	14	17	18	19	21
2011	18,4	1,6	15	17	18	20	21
2012	18,5	1,7	15	17	19	20	21

A partir desta tabela, é possível fazer a inferência de que entre os anos de 2005 a 2009 houve uma melhoria nas práticas de governança avaliadas pelo CGI, dado o aumento da média e da mediana do índice calculado, entretanto percebe-se certa estabilidade entre os anos de 2009 a 2012. Também pode-se perceber que não há uma variação acentuada do desvio padrão de um ano para o outro, inferindo que as empresas evoluíram em suas práticas de maneira quase uniforme.

A análise da Tabela 2 já invalida as hipóteses H2, H2P1 e H2P2 levantadas no item “3.6 Hipóteses” deste trabalho, pois se houve variação estatisticamente significativa, esta foi sempre no sentido de melhoria das práticas de governança, e nunca no sentido de piora destas práticas.

4.2 Análise Estatística da Pergunta de Pesquisa

A pergunta de pesquisa do presente trabalho é: Houve evolução na qualidade de governança corporativa nas empresas que abriram capital entre 2004 e 2006 desde a sua abertura de capital até o ano de 2012?

Para responder a esta pergunta, foram criadas três hipóteses. A hipótese H0 indica que não houve alteração significativa no GCI no período entre a abertura de capital e 2012 nas empresas que abriram capital entre 2004 e 2006. Para validar a significância estatística desta hipótese, utilizou-se o método T-student pareado, assumindo que os dados são paramétricos, e pareando os anos dois a dois. Se houve alteração estatisticamente significativa em algum par, a hipótese H0 já é considerada nula.

O nível de significância foi fixado em 5%. Para aceitar a hipótese H0 como verdadeira, é necessário que o $p\text{-valor} > 0,05$. Caso o $p\text{-valor} < 0,05$ não existe uma variação significativa entre estes valores, considera-se verdadeira a hipótese H1, que indica que houve alteração significativa no CGI no período entre a abertura de capital e 2012 nas empresas que abriram capital entre 2004 e 2006 e o índice evolui no sentido que representa uma melhoria na qualidade das práticas de governança pelas empresas da amostra. A hipótese H2 já havia sido considerada nula através da análise da estatística descritiva. O resultado pode ser analisado na Tabela 3.

Tabela 3: Teste T-stendet pareado para o indicador CGI

Anos de análise	Média	Desvio Padrão	Erro Padrão	P
@2005 - @2006	-,625	1,173	,239	0,016
@2006 - @2007	-,417	1,283	,262	0,125
@2007 - @2008	-,708	1,233	,252	0,01
@2008 - @2009	-,750	1,359	,277	0,013
@2009 - @2010	-,250	1,422	,290	0,398
@2010 - @2011	-,042	,999	,204	0,84
@2011 - @2012	-,125	,947	,193	0,524

A partir da Tabela 3 é possível afirmar que há diferença estatisticamente significativa no CGI entre os anos de 2005-2006, 2007-2008 e 2008-2009. Entre os demais anos não há uma diferença estatística significativa no CGI de um ano para o seguinte.

Assim, para o conjunto de dados, pode-se assumir como verdadeira a hipótese H1, que indica que houve alteração significativa no CGI no período entre a abertura de capital e 2012 nas empresas que abriram capital entre 2004 e 2006 e o índice evolui no sentido que representa uma melhoria na qualidade das práticas de governança pelas empresas da amostra.

Contudo, como nos pares 2006-2007, 2009-2010, 2010-2011 e 2011-2012 não houve uma mudança estatisticamente significativa do CGI, é possível questionar a qualidade, intensidade e prioridade que se deu a melhoria destas práticas nestes anos. As análises seguintes podem ampliar esta discussão.

4.3 Análise Estatística do Período 2005 a 2008

Para cumprir o objetivo geral deste trabalho, trabalha-se também com outras perguntas propostas, utilizando a mesma base de dados gerada para a pergunta de pesquisa. A primeira pergunta de discussão é se houve evolução na qualidade de governança corporativa nas empresas que abriram capital entre 2004 e 2006 entre os anos de 2005 e 2008, primeira parte do período analisado.

Observando-se a Tabela 2, é possível inferir que houve variação significativa entre os anos de 2005 a 2008 nas práticas de Governança Corporativa. Para determinação da significância estatística da análise realizada, primeiramente utilizou-se o método T-student pareado, assumindo que os dados são paramétricos, e pareando os anos 2005 e 2008. O nível de significância foi fixado em 5%. Para aceitar a hipótese H_0 como verdadeira, isto é, admitir que não houve variação significativa no CGI dentro do período analisado, seria necessário $p\text{-valor} > 0,05$. Se $p\text{-valor} < 0,05$ considera-se nula a hipótese H_0 e verdadeira a hipótese H_1 , admitindo-se que existe uma variação estatisticamente significativa no CGI entre 2005 e 2008 no sentido de evolução positiva das práticas de governança.

Neste caso, o valor de $p\text{-valor} < 0,001$, ou seja, muito menor que 0,05, logo, considera-se verdadeira a hipótese H_1 que assume que houve variação estatisticamente significativa no CGI no período 2005 a 2008. Este resultado já era esperado uma vez que foi identificada variação significativa entre os anos de 2005-2006, 2007-2008.

Em seguida, foi realizado o teste W de Kendall. Este teste é estatisticamente mais robusto, pois o mesmo não assume nenhuma distribuição especial para os dados. Mantendo o nível de significância assumido em 0,05, o resultado encontrado foi que $\sigma < 0,001$, muito menor que 0,05, validando a hipótese H_1 , que assume que houve variação estatística significativa no CGI no período 2005 a 2008.

Esta melhoria nas práticas de governança deste período pode ser entendida por ser o período de abertura de capital das empresas consideradas na amostra. Pela análise dos dados pode-se perceber que nos primeiros anos após a abertura de capital as empresas tendem a melhorar a qualidade de sua Governança Corporativa. Como quase o total de empresas analisadas na amostra abriram capital no Novo Mercado e Nível 2, segmentos especiais de listagem da BMF&Bovespa, algumas melhoras que são requisitos legais de entrada neste mercado são feitas nos primeiros anos, com destaque para o uso de um padrão contábil

internacional para a publicação de seus resultados, *disclosure* de informações sobre relações com partes relacionadas e a criação de um conselho fiscal permanente.

4.4 Análise Estatística do Período 2009 a 2012

Dando continuidade às perguntas geradas para ampliar a discussão, a segunda pergunta é se houve evolução na qualidade de governança corporativa nas empresas que abriram capital entre 2004 e 2006 entre os anos de 2009 e 2012, segunda parte do período analisado.

Observando-se a Tabela 2, não é possível afirmar se houve variação significativa entre os anos de 2009 a 2012 nas práticas de Governança Corporativa. Também não é possível deduzir o resultado pela análise dos anos pareados, uma vez que não foi encontrada nenhuma variação estatisticamente significativa entre os anos de 2009-2010; 2010-2011 e 2011-2012. Assim, para determinação da significância estatística da análise realizada, primeiramente utilizou-se o método T-student pareado, assumindo que os dados são paramétricos, e pareando os anos 2009 e 2012. O nível de significância foi fixado em 5%. Para aceitar a hipótese H0P2 como verdadeira, isto é, admitir que não houve variação significativa no CGI dentro do período analisado, seria necessário $p\text{-valor} > 0,05$. Se $p\text{-valor} < 0,05$ considera-se nula a hipótese H0P2 e verdadeira a hipótese H1P2, admitindo-se que existe uma variação estatisticamente significativa no CGI entre 2009 e 2012 no sentido de evolução positiva das práticas de governança.

O resultado encontrado foi $p\text{-valor} = 0,170$, ou seja, muito maior que 0,05, mostrando que não houve uma variação estatisticamente significativa entre 2009 a 2012. Assim, a hipótese H0P2 é assumida como verdadeira, ou seja, não houve alteração significativa no CGI no período entre 2009 e 2012 nas empresas que abriram capital entre 2004 e 2006.

Em seguida, foi realizado o teste W de Kendall. Este teste é estatisticamente mais robusto, pois o mesmo não assume nenhuma distribuição especial para os dados. Mantendo o nível de significância assumido em 0,05, o resultado encontrado foi que $\sigma = 0,189$, muito maior que 0,05; corroborando com a validade da hipótese H0P2.

O resultado encontrado valida o argumento de Bozec e Dias (2012) no cenário brasileiro, mostrando que não houve uma evolução significativa nas práticas de governança corporativa em um período de crescimento econômico.

Este resultado também questiona se a criação dos segmentos de listagem especiais na BMF&Bovespa criou uma cultura de Governança Corporativa nas empresas na última década ou se as empresas apenas trabalharam em um movimento de “*check the box*” das boas práticas de Governança.

4.5 Análise Estatística das questões não diretamente relacionadas a leis e regulamentações

A terceira pergunta gerada para ampliar a discussão é se houve evolução na qualidade de governança corporativa nas questões que compõem o CGI e que não são diretamente relacionadas a leis ou regulamentações entre os anos de 2005 a 2012?

Para gerar esta análise, cada uma das 24 questões que compõem o CGI foram avaliadas individualmente, utilizando-se três critérios para classificação.

O primeiro critério adotado foi: não existe nenhuma lei ou regulamentação diretamente relacionada à questão analisada. Questões como “a companhia usa uma das Big4 para auditoria?” foram marcadas como “não diretamente relacionadas a leis e regulamentações”.

O segundo critério adotado foi: existe uma lei ou regulamentação, mas esta não é válida para todos os segmentos de listagem da BMF&Bovespa. Assim, questões como “o percentual de ações sem direito a voto no capital total é inferior a 20%?” possui uma regulamentação específica no Novo Mercado, onde 100% das ações devem ter direito a voto, mas não possui regulamentação específica para empresas listadas no Nível 2, o que pode gerar uma variação neste indicador; assim, esta questão foi considerada como “não diretamente relacionada a leis e regulamentações”.

O terceiro critério adotado foi: existe uma instrução da CVM que trata sobre o assunto, porém esta instrução não possui força de lei ou regulamentação, apesar de influenciarem as práticas das empresas. Um exemplo é o ofício 257/2008 com o entendimento da CVM de que não há impedimento legal para uso de procuração mediante assinatura eletrônica e a realização de assembleias *on line*. Assim, a questão “a companhia facilita o direito a voto de todos os acionistas acima do que é legalmente requerido?” foi considerada como “não

diretamente relacionada a leis ou regulamentações” nesta análise, apesar de algumas empresas terem aderido a esta prática após o parecer positivo da CVM sobre este quesito.

A partir destes critérios, 12 das 24 questões que compõem o CGI foram avaliadas como “não diretamente relacionadas a leis e regulamentações”, o que significa que não há nenhuma lei ou regulamentação, de acordo com os critérios acima, diretamente aplicável à questão.

Assim, para determinação da significância estatística da análise realizada, utilizou-se o método T-student pareado, assumindo que os dados são paramétricos, e pareando os anos 2005 e 2012. O nível de significância foi fixado em 5%. Para aceitar a hipótese H0P3 como verdadeira, isto é, admitir que não houve alteração significativa nas questões que compõem o CGI e que não são diretamente relacionadas a leis ou regulamentações entre os anos de 2005 a 2012, seria necessário $p\text{-valor} > 0,05$. Se $p\text{-valor} < 0,05$ considera-se nula a hipótese H0P3 e verdadeira a hipótese H1P3, houve alteração significativa nas questões que compõem o CGI e que não são diretamente relacionadas a leis ou regulamentações entre os anos de 2005 a 2012 se constatado um aumento na média entre os anos 2005 e 2012 e esta evolução ocorreu no sentido que representa uma melhoria na qualidade das práticas de governança pelas empresas da amostra, caso contrário, considera-se verdadeira a hipótese H2P3.

O resultado encontrado foi $p\text{-valor} = 0,348$, ou seja, muito maior que 0,05, mostrando que houve uma variação estatisticamente significativa nas questões diretamente relacionadas a leis e regulamentações entre os anos de 2005 e 2012. A média destas questões no período cresceu de 16,2 em 2005 para 17,2 em 2012, validando a hipótese H1P3, houve alteração significativa nas questões que compõem o CGI e que não são diretamente relacionadas a leis ou regulamentações entre os anos de 2005 a 2012 e esta evolução ocorreu no sentido que representa uma melhoria na qualidade das práticas de governança pelas empresas da amostra.

Entretanto, observou-se que as questões que influenciaram diretamente este resultado foram as três questões que foram diretamente impactadas por novas instruções da CVM no período em análise. A questão “a companhia facilita o direito a voto de todos os acionistas acima do que é legalmente requerido?” foi diretamente impactada pelo ofício 257/2008, conforme já discutido neste tópico. As questões “A empresa possui comitês ligados ao conselho como comitê de remuneração, nomeação e auditoria?” e “Existe um conselho fiscal permanente?” foram diretamente impactadas pela instrução 480/2009, conforme será discutido no tópico seguinte. Assim, uma nova amostra foi montada, excluindo estas três questões e mantendo-se as mesmas hipóteses e considerações anteriores.

O resultado encontrado foi $p\text{-valor}=0,122$, ou seja, muito maior que 0,05, mostrando que houve uma variação estatisticamente significativa nas questões diretamente relacionadas a leis e regulamentações entre os anos de 2005 e 2012, excluindo as impactadas por instruções da CVM. Porém, neste caso, a média destas questões no período decresceu de 20,2 em 2005 para 17,8 em 2012, validando a hipótese H2P3, houve alteração significativa nas questões que compõem o CGI e que não são diretamente relacionadas a leis ou regulamentações entre os anos de 2005 a 2012 e esta evolução ocorreu no sentido que representa uma piora na qualidade das práticas de governança pelas empresas da amostra.

O resultado desta análise amplia a discussão já levantada neste trabalho de que as empresas na última década trabalharam mais num movimento de “*check the box*” das boas práticas de governança do que na intenção da lei de fomentar a instauração de uma cultura dentro das organizações. Outra suposição que se pode fazer é do grande poder da CVM de influenciar a melhora das práticas de gestão, principalmente ao promover o maior *disclosure* das informações relativas a boas práticas de governança.

4.6 Análise dos Subíndices

O CGI é dividido em 4 subíndices, conforme já descrito neste trabalho na seção 2.6.3. A evolução dos mesmos pode ser observada na Tabela 4 a seguir:

Tabela 4: Médias dos subíndices do CGI a cada ano

Dimensão	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
CGI	15,4	16,1	16,5	17,2	18,0	18,3	18,4	18,5
<i>Disclosure</i>	3,3	3,7	4,0	4,4	4,8	4,9	5,1	5,4
Composição e funcionamento do C.A.	3,3	3,6	3,9	4,0	4,3	4,5	4,7	4,7
Ética e Conflito de Interesses	5,2	5,2	5,0	5,1	5,0	4,9	4,7	4,4
Direito dos Acionistas	3,6	3,6	3,6	3,7	3,8	3,9	3,9	4,0

A análise da Tabela 4 mostra um ponto interessante na discussão dos resultados. Dos quatro subíndices que compõem o CGI, três tiveram uma melhora na sua média ao longo dos anos estudados (2005 a 2012). Estes foram: *disclosure*, composição e funcionamento do

conselho de administração, e direito dos acionistas. Entretanto o subíndice “Ética e conflito de interesses” teve uma redução da sua média quando comparados os anos de 2005 a 2012.

Um destaque desta análise é que das 12 questões avaliadas como “não diretamente ligadas a leis e regulamentações”, 5 estão dentro do subíndice “Ética e conflito de interesses”. E Já o subíndice “*disclosure*” possui apenas uma questão avaliada como “não diretamente ligada a leis e regulamentações”, sendo que este subíndice foi o que mostrou uma maior evolução no período de 2005 a 2012.

Esta análise é bastante relevante, pois através dela podemos inferir que as empresas que abriram capital entre 2005 e 2012 estão mais preocupadas em manter-se dentro da lei – talvez porque os custos de trabalhar fora das mesmas são muito altos – mas não estão trabalhando na intenção da lei, que é desenvolver uma cultura de boa governança nas empresas.

Uma análise mais detalhada dos subíndices é feita a seguir.

DISCLOSURE

A dimensão de *disclosure* foi a que sofreu maior variação durante o período analisado, sendo esta variação no sentido de uma evolução positiva das práticas de governança. A questão que mais evoluiu neste período foi “a empresa utiliza padrão contábil internacional para publicação de seus resultados?”. Esta questão sofreu aumento significativo, apesar de ser um requisito mandatório para participação no Novo Mercado e o Nível 2, pois poucas empresas já trabalhavam em padrões contábeis internacionais no momento de abertura de capital, sendo que a grande maioria passaram a adotar este padrão somente nas demonstrações financeiras do próximo ano após o seu IPO, por isso, o processo de adaptação a este requisito pode levar até dois anos. Contudo, a partir do ano de 2009 todas as companhias analisadas já publicam seu resultado em padrão contábil internacional e mantém este padrão até 2012.

A segunda questão que teve a maior evolução dentro do período foi “O reporte anual da companhia/*website*/disclosure público/ inclui informações sobre potencial conflito de interesses envolvendo partes relacionadas?”. Até 2008, informações sobre o conflito de interesses envolvendo partes interessadas eram facultativos, e somente um resumo consolidado poderia ser publicado. A partir de 2009, com a introdução do Formulário de Referência pela CVM, a publicação destes itens passou a ser mandatória, aumentando significativamente a pontuação deste indicador. Confirma-se nesta análise a mesma evidência levantada por Silveira (2012), de que as regras para transações com partes relacionadas ainda precisam ser mais detalhadas nestes relatórios.

A questão que teve menor variação dentro do período foi a única questão apontada nesta dimensão como “não diretamente ligadas a leis e regulamentações”, sendo esta: “A companhia usa uma das Big4 para auditoria?”. No início da análise apenas duas companhias não utilizavam uma das Big4 para suas auditorias, e no final do período, apenas uma não utilizava, mantendo-se esta questão praticamente estável durante todo o período de análise.

Outro dado interessante para análise foi que a remuneração média da diretoria e dos membros do conselho de administração cresceu bastante no período avaliado. Em 2005, a remuneração média das companhias que faziam *disclosure* desta informação era de 4,9 milhões de reais por ano; já em 2012, a remuneração média das companhias que faziam *disclosure* desta informação foi de 14,7 milhões de reais por ano, um expressivo aumento de 195% em oito anos. Um dos fatores que fez com que a remuneração média destes órgãos aumentasse foi o aumento do número de membros do conselho e aumento dos comitês ligados ao conselho de administração. Um segundo fator foi o crescimento do número de companhias que passaram a trabalhar com plano de opções de compra de ações para os membros da alta administração. O terceiro foi um aumento real da remuneração média anual destas funções.

COMPOSIÇÃO E FUNCIONAMENTO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

Dentro da dimensão “Composição e Funcionamento do conselho de administração” as duas questões que mais sofreram variação estão diretamente relacionadas entre si: “A empresa possui comitês ligados ao conselho como comitê de remuneração, nomeação e auditoria?” e “Existe um conselho fiscal permanente?”

A presença de um conselho fiscal e de comitês ligados ao conselho de administração são itens não regulatórios, mas incentivados pela CVM e pelo IBGC. De certa forma, a maior presença destes comitês mostra uma evolução nas práticas de governança corporativa, pois estes são mecanismos do conselho de administração melhor exercerem seu papel dentro da companhia.

É interessante observar que a maior parte das empresas que implantam os comitês ligados ao conselho de administração o fizeram nos anos de 2009 e 2010, logo após a instrução 480 da CMV (07/12/2009) que torna obrigatória a divulgação das informações: atribuições de cada órgão e comitê, data de instalação do conselho fiscal e da criação de comitês,

mecanismos de avaliação de desempenho de cada órgão ou comitê e mecanismos de avaliação de desempenho dos membros do conselho de administração, dos comitês e da diretoria.

Os comitês mais comumente instalados nas companhias são: comitê de auditoria, comitê de remuneração e comitê de gestão de pessoas. Algumas companhias criaram comitês para necessidades bastante peculiares como comitê de gestão do conhecimento, comitê de transações com partes relacionadas, comitê de divulgação, comitê de alçadas e comitê de plano de opções de compra de ações.

Nesta dimensão, o item que sofreu menor variação foi “o conselho possui entre 5 e 11 membros, conforme sugerido pelo IBGC?”. Apesar da maior parte das companhias manterem-se dentro deste padrão durante todo o período estudado, observou-se um aumento no número de conselheiros dentro do período, sendo que a mediana evoluiu de seis membros em 2005 para nove membros em 2012. Dois são os prováveis motivos para o aumento no número de conselheiros: a criação dos comitês ligados ao conselho de administração, necessitando de mais conselheiros para participarem dos comitês criados, e o estabelecimento do código de ética pelas companhias, que muitas vezes destaca a importância dos órgãos independentes para gestão da empresa e recebimento de denúncias na organização.

ÉTICA E CONFLITO DE INTERESSES

Dentro da dimensão “Ética e conflito de interesses” houve uma questão que não sofreu nenhuma variação ao longo dos anos estudados “a companhia utiliza arbitragem para resolução de conflitos?”, pois todas as companhias tiveram que incluir esta cláusula em seu estatuto social antes de abrirem capital nos segmentos de listagem diferenciados da BMF&Bovespa, sendo que não foi identificada a exclusão deste item do estatuto de nenhuma companhia ao longo dos anos, não só por este ser um requisito mandatório para permanência nestes segmentos de listagem, mas também por ter se provado mais eficiente na resolução de conflitos empresariais.

Duas questões praticamente não tiveram alteração entre os anos de 2005 a 2012, estas foram: “O percentual de ações sem direito a voto no capital total é inferior a 20%?” e “A taxa de direito do fluxo de caixa sobre direito a voto dos últimos controladores é maior do que 1?”. Ambos os quesitos não são aplicados a companhias listadas no Novo Mercado, que receberam um ponto positivo todos os anos e constituíam a maior parte da amostra. Já para as empresas nos quais este quesito é aplicável, ou seja, para as empresas que trabalham com ações ordinárias e preferenciais, o percentual de ações sem direito a voto é maior que 20% e a taxa de

direito do fluxo de caixa sobre direito a voto dos últimos controladores é maior do que 1 em praticamente todas as empresas, e estas condições não se alteram ao longo do tempo. A variação nestes índices acontece devido a duas empresas (ALL e Equatorial) que migram de segmento de listagem do Nível 2 para o Novo Mercado durante o período estudado.

A questão que sofreu maior variação nesta dimensão foi “A companhia é livre de penalizações ou multas por parte da CVM nos últimos 5 anos por más práticas de governança?” seguida por “A companhia é livre de ações na CVM relacionada a más práticas?”. Nestes dois quesitos a variação foi para uma pior prática de governança, até por uma questão lógica: quando a companhia realiza seu IPO a mesma usualmente está livre de multas e ações de má prática na CVM. Com o passar do tempo, conforme as regulamentações deixam de ser respeitadas e ações cometidas passam a ser suspeitas de análise, as companhias passam a receber multas e sofrer ações relacionadas à prática da boa governança. Estes quesitos tendem a estabilizar quando as empresas na amostra possuem mais tempo desde a sua abertura de capital e foram estes os quesitos que mais impactaram para que a dimensão tivesse um decréscimo no seu índice quando comparados os anos de 2005 a 2012.

DIREITOS DOS ACIONISTAS

Dentro da dimensão “Direitos dos Acionistas” também houve uma questão que não sofreu nenhuma variação ao longo dos anos estudados “a companhia garante direito de *tag along* acima do que é legalmente requerido?”, pois todas as companhias tiveram que incluir esta cláusula em seu estatuto social antes de abrirem capital nos segmentos de listagem diferenciados da BMF&Bovespa, sendo que não foi identificada a exclusão deste item no estatuto social de nenhuma companhia ao longo dos anos.

Dentro desta dimensão, o quesito que sofreu maior variação foi “A companhia facilita o direito a voto de todos os acionistas acima do que é legalmente requerido?” O motivo desta variação provavelmente foi o ofício 257/2008 da CVM com o entendimento de que não há impedimento legal para uso de procuração mediante assinatura eletrônica e a realização de assembleias *on line*. Assim, a partir de 2009 há um crescimento de companhias que passam a adotar principalmente a prática de procuração eletrônica e disponibilizar um procurador que exerça o direito de voto do acionista em suas assembleias, contribuindo positivamente para este requisito. A realização de assembleias *on line* ainda não é uma prática difundida dentre as empresas analisadas.

O segundo item que sofreu maior variação nesta dimensão foi “O percentual de ações em circulação no mercado é igual ou superior a 25%?”, o que foi uma surpresa, dado que este também é um requisito mandatário para que as empresas permaneçam listadas no Novo Mercado e no Nível 2 da BMF&Bovespa. O que percebeu-se durante o levantamento de dados é que várias empresas passaram por uma reestruturação no seu quadro de acionistas controladores durante o período em análise, e ao longo da reestruturação, em alguns momentos, o percentual de ações em circulação foi inferior a 25%, voltando a companhia a este patamar no ano seguinte.

A estrutura de controle evoluiu no período em análise. Em 2005, os controladores possuíam entre 0 e 50% das ações em 37% das companhias analisadas; entre 50 e 70% das ações em também 37% das companhias analisadas; e mais de 70% das ações em 26% das companhias analisadas. Já em 2012, os controladores possuíam entre 0 e 50% das ações em 41% das companhias analisadas; entre 50 e 70% das ações em 48% das companhias analisadas; e mais de 70% das ações em apenas 11% das companhias analisadas. Isto mostra que o acionista controlador tem investido cada vez próximo do mínimo necessário para manter o controle da firma.

A análise dos dados levantados concorda com os resultados de Leal et al. (2002) de que estruturas piramidais não são frequentes e com Silveira (2013) de que as companhias estão simplificando suas estruturas de controle.

5. CONCLUSÃO E OPORTUNIDADES DE PESQUISA

O objetivo da pesquisa foi avaliar se houve evolução nas práticas de governança corporativa nas empresas brasileiras que fizeram IPO entre 2004 e 2006 durante os anos de 2005 a 2012, e se esta evolução ocorreu no sentido de melhoria das práticas ou não. Procurou-se também fazer esta avaliação separando o período em duas fases, na primeira, de 2005 a 2008, período imediatamente posterior aos IPO's estudados e 2009 a 2012, período de crescimento econômico no Brasil. Também buscou-se avaliar se a melhoria ocorrida foi para cumprir requisitos legais ou se evoluiu também em outros aspectos.

Para mensurar a qualidade das práticas de governança corporativa foi utilizado o *Corporate Governance Index* - CGI, desenvolvido por Leal e Carvalhal-da-Silva (2007). O universo estudado é composto por companhias abertas brasileiras que fizeram seu IPO no período acima delimitado. Destas foram excluídas as companhias que deixaram de ter suas ações comercializadas até o mês de junho de 2013 e as instituições financeiras. Os dados para gerar o indicador foram coletados dos estatutos sociais, códigos de conduta, calendário de eventos corporativos, formulários de informações anuais e formulários de referência, entre outros documentos, das companhias amostradas dos anos em análise. O tratamento dos dados para geração do indicador segue a mesma linha de outros autores como Silveira (2004), Black et al. (2006), Leal e Carvalhal-da-Silva (2007).

Os dados coletados são tratados utilizando o teste T-student e W de Kendall. No teste T-student os dados são assumidos como paramétricos. Já o teste W de Kendall é mais robusto, pois não assume nenhuma distribuição especial para os dados.

A pergunta de pesquisa “houve evolução na qualidade de governança corporativa nas empresas que abriram capital entre 2004 e 2006 desde a sua abertura de capital até o ano de 2012?” teve seu resultado estatístico validando a hipótese que indica que houve alteração significativa no CGI no período entre a abertura de capital e 2012 nas empresas que abriram capital entre 2004 e 2006 e o índice evolui no sentido que representa uma melhoria na qualidade das práticas de governança pelas empresas da amostra. Para chegar a este resultado, os índices gerados foram pareados ano a ano, e identificou-se diferença estatisticamente significativa no CGI entre os anos de 2005-2006, 2007-2008 e 2008-2009.

Em seguida, o período em estudo foi segmentado em duas partes: a primeira de 2005 a 2008, e a segunda de 2009 a 2012. Na análise dos resultados estatísticos gerados para responder à pergunta de pesquisa, já é possível inferir que houve uma evolução nas práticas de

governança no período entre 2005 e 2008. Este resultado foi confirmado pareando estes dois anos e aplicando ambos os testes estatísticos. Esta melhoria nas práticas de governança deste período pode ser explicada por ser o período de abertura de capital das empresas consideradas na amostra, pois nestes primeiros anos as empresas precisam adequar-se às regulamentações do segmento de listagem ao qual aderiram, melhorando suas práticas de governança.

A próxima análise foi realizada para o período de 2009 a 2012. Na análise estatística pareando ano a ano, não foi identificada melhora estatística entre os anos 2006-2007, 2009-2010, 2010-2011 e 2011-2012. Os testes realizados pareando os anos 2009 e 2012 identificam que não há uma alteração significativa no CGI neste período, validando a hipótese de que não houve evolução nas práticas de governança neste período.

Bozec e Dias (2012) afirmam que as mudanças nas estruturas de governança são lentas, exceto nos períodos de crise financeira, pois neste período o controle dos acionistas passa a ser mais rigoroso e reformas legais e regulatórias usualmente são realizadas. De acordo com estes autores, não seria possível identificar melhorias de governança no período em questão (2009-2012) uma vez que o Brasil não passou por um período de crise econômica, resultado este validado por este trabalho.

Em seguida, são analisadas somente as questões do CGI não diretamente relacionadas a leis e regulamentações, o que significa que não existe nenhuma lei ou regulamentação diretamente aplicável à questão, compondo um novo indicador com 12 questões.

A análise estatística deste indicador mostra que houve uma alteração nas questões não diretamente relacionadas a leis e regulamentações, no sentido de melhoria das práticas de governança. Entretanto, percebeu-se que três são as questões que influenciam este resultado, sendo estas indiretamente relacionadas a instruções da CVM que ocorreram nos anos de 2008 e 2009. Um novo índice foi gerado, excluindo estas três questões, e neste caso o resultado foi de que houve uma alteração nas questões não diretamente relacionadas a leis e regulamentações, no sentido de piorar as práticas de governança.

A análise dos subíndices do indicador auxilia no entendimento deste resultado. Dos quatro subíndices, três mostraram uma evolução nas práticas de governança, sendo eles “*disclosure*”, “composição e funcionamento do conselho de administração” e “direito dos acionistas”. O subíndice que teve maior crescimento nos oito anos estudados foi de “*disclosure*”, sendo que das seis questões que compõe este subíndice, cinco foram avaliadas como diretamente relacionadas a leis e regulamentações. O único subíndice que mostrou uma alteração no sentido de piorar suas práticas ao longo do período estudado foi “ética e conflito

de interesses”. Dentro deste subíndice, cinco questões foram avaliadas como não diretamente relacionadas a leis e regulamentações.

A introdução dos segmentos especiais de listagem pela CVM fez com que a prática da governança corporativa nas empresas que abriram capital nestes atingisse um patamar mínimo, gerando maior segurança ao acionista minoritário. O resultado do presente trabalho mostra que estas, ao entrarem nos segmentos especiais, trabalharam para cumprir os requisitos exigidos pelas regulamentações. Ao cumprirem a regulamentação mínima, as práticas de governança nas empresas estudadas deixam de evoluir, com exceção daquelas que estão ligadas a instruções da CVM que foram alteradas ao longo do período de pesquisa.

A adoção de práticas de governança corporativa pode ser uma decisão racional de práticas regulatórias, que gerariam custos por estar em não conformidade com a legislação. Os resultados desta pesquisa levam à conclusão de que a adoção de práticas de governança pelas empresas brasileiras tem sido um movimento muito mais próximo de “*check the box*”, evitando os custos de não conformidade, do que um trabalho na intenção da lei de instaurar uma cultura de melhoria contínua de boas práticas dentro das organizações. Assim, percebe-se a importância dos órgãos regulamentadores para melhoria da qualidade das práticas de boa governança nas empresas.

Desta forma, o presente trabalho visa contribuir na discussão do impacto da criação de novas regulamentações pela BMF&bovespa com criação dos novos segmentos de listagem, do desenvolvimento de códigos de boas práticas de governança pelo IBGC e pela CVM e das alterações recentes na legislação brasileira na criação de uma cultura de melhoria nas boas práticas governança nas empresas de capital aberto no Brasil. Esta discussão pode ser ampliada com a criação de novos índices de mensuração das boas práticas de governança para empresas listadas nos segmentos especiais de listagem da BMF&Bovespa, pois, como metade das questões utilizadas no CGI são diretamente reguladas por leis e regulamentações, este índice é pouco sensível para empresas listadas nestes segmentos. Como sugestão, novas questões criadas podem ser ligadas à avaliação formal do CEO e dos membros do conselho, eleição do conselheiro independente pelo acionista minoritário, plano de opções de compra de ações pelos administradores, maior *disclosure* da estrutura de controle, ressalvas dos auditores independentes.

6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Aguilera, R. V., & Cuervo-Cazurra, A. (2004). Codes of Good Governance Worldwide: What is the Trigger? *Organization Studies*, 25(3), 415–443.
- Akkermans, D., Ees, H., Hermes, N., Hooghiemstra, R., Laan, G.V., Postma, T. & Witteloostuijn, A. (2007). Corporate governance in The Netherlands: an overview of the application of the Tabaksblat Code in 2004. *Corporate Governance: An International Review*, 15(6), 1106-1118.
- Alberton, A., Moletta, A. M. C., & Marcon, R. (2011). Os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa Blindam as Firms Contra Crises Financeiras ? Uma Análise da Crise Financeira de 2008. *Pensar Contábil*, 13(51), 56–64.
- Almeida, M. A., Santos, J. F. dos, Ferreira, L. F. V. de M., & Torres, F. J. vieira. (2010). Evolução da Qualidade das Práticas de Governança Corporativa: um Estudo das Empresas Brasileiras de Capital Aberto Não Listadas em Bolsa. *Revista de Administração Contemporânea - RAC*, 14(5), 907–924.
- Amit, R., & Wernerfelt, B. (1990). Why do firms reduce business risk? *Academy of Management Journal*, 33(3), 520–533.
- Andrade, L. P. de, Salazar, G. T., Calegário, C. L. L., & Silva, S. S. (2009). Governança corporativa : uma análise da relação do conselho de administração com o valor de mercado e desempenho das empresas brasileiras. *Revista de Administração Makenzie*, 10(4), 4–31.
- Bai, C., Q. Liu, J. Lu, F.M. Song & J. Zhang, 2004, Corporate Governance and Firm Valuations in China, *Journal of Comparative Economics* 32, 599-616.
- Barbedo, C. H., Silva, E. C. da, & Leal, R. P. C. (2009). Probabilidade de informação privilegiada no mercado de ações, liquidez intra-diária e níveis de governança corporativa. *Revista Brasileira de Economia – RBE*, 63(1), 49–60.
- Barclay, M. & Holderness, C. (1989). Private benefits from control of public corporations, *Journal of Financial Economics* 25, 371-395.
- Basso, G. G. (2011). *Governança Corporativa no Brasil: O impacto da adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado no risco de empresas de capital aberto*. Dissertação de Mestrado, Universidade de Brasília (UnB), Brasília, Brasil.
- Bates, T., Becher D. & Lemmon, M. (2008). Board Classification and Managerial Entrenchment: Evidence from the Market for Corporate Control. *Journal of Financial Economics*, 87, 656–77.
- Bates, T., Kahle, K., & Stulz, R. (2009). Why do US firms hold so much more cash than they used to? *The Journal of Finance*, LXIV(5), 1985–2021.

- Bebchuk, L. A., & Roe, M. J. (1999). A Theory of Path Dependence and Governance Corporate Ownership. *Stanford Law Review*, 52(1), 127–170.
- Bebchuk, L., Cohen, a., & Ferrell, a. (2006). What Matters in Corporate Governance? *Review of Financial Studies*, 22(2), 783–827.
- Bennedsen, M., Nielsen, K. M., & Nielsen, T. V. (2012). Private contracting and corporate governance: Evidence from the provision of tag-along rights in Brazil. *Journal of Corporate Finance*, 18(4), 904–918.
- Bertucci, J. L. de O., Campos, E. Á. da S., Pimentel, T. D., & Pereira, R. D. (2009). Mecanismos de Governança e Processos de Sucessão : um estudo sobre a influência dos elementos da governança corporativa na orientação do processo sucessório em uma empresa familiar. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 11(31), 152–167.
- Bhagat, S., & Bolton, B. (2008). Corporate governance and firm performance. *Journal of Corporate Finance*, 14, 257–273.
- Bianchi, M., Silva, C. V. da, Gelatti, R., & Rocha, J. M. L. da. (2009). A evolução e o perfil da governança corporativa no Brasil: um levantamento da produção científica do Enanpad entre 1999 e 2008. *Revista ConTexto*, 9(15), 1–26.
- Bierman Jr., H. (1990). A Review of Alfred Rappaport´s Creating Shareholder Value. *Journal of Management Accounting Research*, 2, 140–154.
- Black, B, Love, I. & Rachinsky, A. (2006a). Corporate Governance Indices and Firms' Market Values: Time-Series Evidence from Russia. *Emerging Markets Review*, 7, 361–379.
- Black, B. S., Carvalho, A. G. de, & Gorga, É. (2012). What matters and for which firms for corporate governance in emerging markets? Evidence from Brazil (and other BRIK countries). *Journal of Corporate Finance*, 18(4), 934–952.
- Black, B. S., de Carvalho, A. G., & Gorga, É. (2010). Corporate governance in Brazil. *Emerging Markets Review*, 11(1), 21–38.
- Black, B., Hasung, J. & Woochan, K. (2006b). Does Corporate Governance Affect Firms' Market Values? Evidence from Korea. *Journal of Law & Economics*, 22, 366–413.
- Blackwell, C. (2009). Corporate Governance Evolution and Practice In Irish Companies. *Accountancy Ireland*, 41(2), 34–36.
- Bloom, M., & Milkovich, G. T. (1998). Relationships among risk , incentive pay, and organizational performance. *Academy of Management Journal*, 41(3), 283–297.
- Bovespa. (2013). Sitio da Internet. Acesso 16 ago. 2013 a 26 set. 2013 em <http://www.bmfbovespa.com.br/cias-listadas/consultas/governanca-corporativa/governanca-corporativa.aspx?Idioma=pt-br>

- Bozec, R., & Dia, M. (2012). Convergence of corporate governance practices in the post-Enron period: behavioral transformation or box-checking exercise? *Corporate Governance*, 12(2), 243–256.
- Braga-alves, M. V., & Shastri, K. (2011). Corporate Governance, Valuation, and Performance : Evidence from a Voluntary Market Reform in Brazil. *Financial Management*, 139–157.
- Bris, a., & Cabolis, C. (2007). The Value of Investor Protection: Firm Evidence from Cross-Border Mergers. *Review of Financial Studies*, 21(2), 605–648.
- Brown, L.D. & Caylor M. (2005). Corporate governance and firm valuation, *Journal of Accounting and Public Policy*, 25(4), 409-434.
- Cantillo, M. (2003). A Theory of Corporate Capital Structure and Investment. *Review of Financial Studies*, 17(4), 1103–1128.
- Carney, M. (2005). Corporate Governance and Competitive Advantage in Family-Controlled Firms. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 250–265.
- Carvalho-da-Silva, A. L., & Zorman, F. F. de A. (2013). Can a Development Bank Improve the Governance of Investee Companies? Evidence from BNDES in Brazil. *World Academy of Science, Engineering and Technology*, 74, 336–339.
- Carvalho, A. G. de, & Pennacchi, G. G. (2006). Can Voluntary Market Reforms Improve Corporate Governance? Evidence from Firms' Migration to Premium Markets in Brazil. São Paulo, SP. Acesso 16 ago. 2013, em <http://bibliotecadigital.fgv.br/ocs/index.php/ebf/6EBF/paper/viewFile/1328/448>
- Carvalho, A. G. De. (2002). Governança corporativa no Brasil em perspectiva. *Revista de Administração – USP*, 37(3), 19–32.
- Catapan, A., & Cherobim, A. P. M. S. (2010). Estado da arte da governança corporativa: estudo bibliométrico nos anos de 2000 a 2010. *RACE-Revista de Administração, Contabilidade e Economia, Unoesc*, 9(1-2), 207–230.
- Chari, L. (2009). Measuring Value Enhancement Through Economic Value Added: Evidence from Literature. *IUP Journal of Applied Finance*, 15(9), 46–62.
- Chava, S., & Purnanandam, A. (2010). Is Default Risk Negatively Related to Stock Returns? *Review of Financial Studies*, 23(6), 2523–2559.
- Chemmanur, T. J., & Fulghieri, P. (1999). The Society for Financial Studies A Theory of the Going-Public Decision A Theory of the Going-Public Decision. *Review of Financial Studies*, 12(2), 249–279.
- Chen, M., & Lee, K. (2008). Compensation, Corporate Governance and Owner Shareholding : Theory and Evidence from Family Ownership. *International Research Journal of Finance & Economics*, 22(22), 144–161.

- Chong, A. & Lopez-de-Silanes, F. 2006, *Corporate Governance and Firm Value in Mexico*, Inter- American Development Bank Research Network, Working Paper No. R-564. Acesso 22 ago. 2013 em http://www.iadb.org/research/pub_hits.cfm?pub_id=WP-564&pub_file_name=pubWP-564.pdf
- Clarke, T. (2010). Recurring crises in Anglo-American corporate governance. *Cambridge Political Economy Society*, 29, 9–32.
- Coffee, J. C. (2001). The Rise of Dispersed Ownership : The Roles of Law and the State in the Separation of Ownership and Control. *The Yale Law Journal*, 111(1), 1–82.
- Coffee, J. C. (2002). Racing towards the top: The impact of cross-listing and stock market competition on International Corporate Governance. *Columbia Law Review*, 102, 1757–1831.
- Connor, J. P. O., Priem, R. L., Coombs, J. E., & Gilley, K. M. (2006). Do CEO stock options prevent or promote fraudulent financial reporting? *Academy of Management Journal*, 49(3), 483–500.
- Conyon, M. J., Peck, S. I., & Sadler, G. V. (2001). Corporate tournaments and executive compensation: Evidence from the U.K. *Strategic Management Journal*, 22(8), 805–815.
- Correia, L., Amaral, H., & Louvet, P. (2011). Um índice de avaliação da qualidade da governança corporativa no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 22, 45–63.
- Cremers, K., & Nair, V. (2005). Governance mechanisms and equity prices. *The Journal of Finance*. Acesso 16 ago. 2013 em <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1540-6261.2005.00819.x/full>
- Cunha, P. R. da, Moura, G. D. de, & Santana, A. G. (2013). Perfil dos Estudos sobre o Tema Governança Corporativa Publicados em Periódicos Brasileiros de 2009 a 2011. *Registro Contábil*, 4(2), 105–122.
- CVM, Comissão de Valores Mobiliários (2002). *Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa*. Acesso em 16 ago. 2013 em <http://www.cvm.gov.br>.
- Davies, M., & Schlitzer, B. (2008). The impracticality of an international “one size fits all” corporate governance code of best practice. *Managerial Auditing Journal*, 23(6), 532–544.
- De Carvalho, A. G., & Pennacchi, G. G. (2012). Can a stock exchange improve corporate behavior? Evidence from firms’ migration to premium listings in Brazil. *Journal of Corporate Finance*, 18(4), 883–903.
- Dechow, P. M. & Schrand, C.M. (2004). Earnings quality. *CFA Institute*, USA,.
- Donaldson, T., & Preston, L. (1995). The stakeholder theory of the corporation: Concepts, evidence, and implications. *Academy of management Review*, 20(1), 65–91.

- Durnev, A., & Fauver, L. (2007). *Stealing from Thieves: Firm Governance and Performance when States are*. Acesso em 22 ago. 2013 em http://www.stern.nyu.edu/cons/groups/content/documents/course_description/uat_025797.pdf.
- Estrin, S., & Prevezer, M. (2010). The role of informal institutions in corporate governance: Brazil, Russia, India, and China compared. *Asia Pacific Journal of Management*, 28(1), 41–67.
- Ezzine, H., & Olivero, B. (2013). Evolution of corporate governance during the recent financial crises. *The International Journal of Business and Finance Research*, 7(1), 85–101.
- Favara, G. (2012). Agency problems and endogenous investment fluctuations. *Review of Financial Studies*, (202), 1–42.
- Francis, J., Olsson, P. & Schipper, K. (2006). Earnings Quality. *Foundations and Trends in Accounting*, 1(4), 259-340.
- Freeman, R. E., Wicks, A. C., & Parmar, B. (2004). Stakeholder Theory and the Corporate Objective Revisited? *Organization Science*, 15(3), 364–369.
- Gabriel, F., & Silveira, A. D. M. da. (2011). Qualidade da informação contábil e análise de sua relação com a estrutura de governança corporativa das firmas no Brasil. *11º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade*. Acessado 13 mai. 2013 em <http://www.congressosp.fipecafi.org/artigos112011/238.pdf>
- Giovannini, R. (2009). Corporate governance, family ownership and performance. *Journal of Management & Governance*, 14(2), 145–166.
- Golden, B. R., & Zajac, E. J. (2001). When will boards influence strategy? Inclination x Power = Strategic Change. *Strategic Management Journal*, 22(12), 1087–1111.
- Gompers, P.A., Ishi, J.L. & Metrick, A. (2003), Corporate governance and equity prices. *The Quarterly Journal of Economics*, 118, 107-155.
- Gonçalves, R. E. (2009). *Boas Práticas de Governança Corporativa reduzem os riscos dos acionistas em crises econômicas?* Dissertação de Mestrado, Escola de Pós-Graduação em Economia da Fundação Getulio Vargas, Rio de Janeiro, Brasil.
- Gondrige, E. D. O., Clemente, A., & Espejo, M. M. dos S. B. (2012). Estrutura do conselho de administração e valor das companhias brasileiras. *Brazilian Business Review*, 9(3), 72–95
- Gong, G., Li, L. Y., & Shin, J. Y. (2011). Relative Performance Evaluation and Related Peer Groups in Executive Compensation Contracts. *The Accounting Review*, 86(3), 1007–1043.

- Gorga, É. (2004). A cultura brasileira como fator determinante na governança corporativa e no desenvolvimento do mercado de capitais. *Revista de Administração – USP*, 39(4), 309–326.
- Gorga, E. (2008). Changing the Paradigm of Stock Ownership: from Concentrated towards dispersed Ownership? Evidence from Brazil and Consequences for Emerging Countries. *American Law & Economics Association Annual Meetings*, (76), acesso 13 mai, 2013 em <http://law.bepress.com/cgi/viewcontent.cgi?article=2601&context=alea>
- Guerra, S. (2009) *Os papéis do Conselho de Administração em empresas listadas no Brasil*. Dissertação de Mestrado, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, Brasil.
- Hallak, R. T. P., & Carvalhal-da-Silva, A. L. (2012). Determinantes das despesas com serviços de auditoria e consultoria prestados pelo auditor independente no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças - USP*, 23(60), 223–231.
- Hansmann, H., & Kraakman, R. (2001). End of History for Corporate Law, The. *Georgetown Law Journal*, 89, 439–468.
- IBGC, Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. (2009). *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC*. Acesso em 16 ago. 2013 em <http://www.ibgc.org.br>.
- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3, 305–360.
- Judge, W. (2010). Corporate Governance Mechanisms Throughout the World. *Corporate Governance: An International Review*, 18(3), 159–160.
- Kim, J., & Mahoney, J. (2005). Property rights theory, transaction costs theory, and agency theory: an organizational economics approach to strategic management. *Managerial and Decision Economics*, 26(4), 223–242.
- Klapper, L. & Love, I. (2004), Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets, *Journal of Corporate Finance*, 10(5), 703-728.
- Klein, P., Shapiro, D., & Young, J. (2005). Corporate Governance, Family Ownership and Firm Value: the Canadian evidence. *Corporate Governance: An International Review*, 13(6), 769–784.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 3–27.
- Lazonick, W., & O’sullivan, M. (2000). Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance. *Economy and society*, 29(1), 13–35.
- Leal, Ricardo P.C., & Oliveira, C. L. T. De. (2002). An evaluation of board practices in Brazil. *Corporate Governance*, 2(3), 21–25.

- Leal, Ricardo Pereira Câmara, & Carvalhal-da-Silva, A. L. (2007). Corporate Governance and Value in Brazil (and in Chile). In A. Chong & F. Lopez-de-Silanes (Eds.), *Investor Protection and Corporate Governance: Firm-level Evidence Across Latin America* (pp. 213–288). Palo Alto: Stanford University Press.
- Leal, Ricardo Pereira Câmara, & Carvalhal-da-Silva, A. L. (2008). Controle compartilhado eo valor das empresas brasileiras. *RAC-eletrônica - Revista de Administração Contemporânea*, 2(8), 296–310.
- Leal, Ricardo Pereira Câmara, & Saito, R. (2003). Finanças corporativas no brasil. *RAE-eletrônica - Revista de Administração Empresas, São Paulo*, 2(2), 1–15.
- Leal, Ricardo Pereira Câmara, Carvalhal-da-Silva, A. L., & Valadares, S. M. (2002). Estrutura de controle das companhias brasileiras de capital aberto. *Revista de Administração Contemporânea - RAC*, 6(1), 7–18.
- Leite, R. M. G. (2011). *Idade da Firma, Valor, Desempenho e Governança Corporativa no Brasil*. Dissertação de Mestrado, Escola de Pós-Graduação em Economia da Fundação Getulio Vargas, Rio de Janeiro, Brasil.
- Lopes, A. B., & Walker, M. (2008). *Firm-Level Incentives and the Informativeness of Accounting Reports: An Experiment in Brazil*. Acesso em 16 ago. 2013 em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1095781
- Lopes, A. B., & Walker, M. (2012). Asset revaluations, future firm performance and firm-level corporate governance arrangements: New evidence from Brazil. *The British Accounting Review*, 44(2), 53–67.
- Lowe, J., Naughton, T., & Taylor, P. (2012). The Impact on of the Corporate Capital Australian Strategy Structure Companies. *Structure*, 15(3), 245–257.
- Luz, A. T. M. da, Pagliarussi, M. S., Teixeira, A. M. C., & Baptista, É. C. (2009). Uma Investigação sobre a Relação entre Atribuições em Causa Própria e Governança Corporativa. *Brazilian Business Review*, 6(2), 191–208.
- Madden, B. (2007). For Better Corporate Governance, A Shareholder Value Review. *Journal of Applied Corporate Finance*, 15(3), 350–363.
- Mahoney, P. (1997). The exchange as regulator. *Virginia Law Review*, 83(7), 1453–1500.
- Maria, G. (2011). Codes and practices of implementation of corporate governance in Romania and results reporting. *Annals of Faculty of Economics*, 251–257. Acessado 10 ago. 2013 em <http://www.academia.edu/download/30856530/conference-proceedings-2011.pdf#page=699>
- Maroney, N., Naka, A., & Wansi, T. (2004). Changing risk, return, and leverage: The 1997 Asian financial crisis. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 39(1), 143–166.
- MARTINS, G.A. (2002). *Manual para Elaboração de Dissertações*. 3ª Edição. São Paulo, Brasil: Ed. Atlas.

- Masulis, R.W., C. Wang, & F. Xie. (2007). Corporate Governance and Acquirer Returns. *Journal of Finance*, 62, 1851–1889.
- Mishra, C. S., Randoy, T., & Jenssen, J. I. (2001). The Effect of Founding Family Influence on Firm Value and Corporate Governance. *Journal of International Financial Management and Accounting*, 12(3), 235–259.
- MONFORTE, J.G., (2006). *Entrevista a revista “Ética Empresarial”* . Acesso em 13 ago. 2013 em http://www.eticaempresarial.com.br/implementos/artigos/impressao_artigo.asp?codigo=198&nome_categoria=ENTREVISTAS
- Oded, J. (2004). Why Do Firms Announce Open-Market Repurchase Programs? *Review of Financial Studies*, 18(1), 271–300.
- Okhmatovskiy, I., & David, R. J. (2011). Setting Your Own Standards: Internal Corporate Governance Codes as a Response to Institutional Pressure. *Organization Science*, 23(1), 155–176.
- Ostling, P. (2012). Russian Corporate Governance - minus the rose-colored glasses. *Directors & Boards Directors Rosters*, 68–70.
- Page, J.-P. (2005). Corporate governance and value creation. *The Research Foundation of CFA Institute*. United States of America. Acessado em 11 set. 2013 em <http://scholar.google.com/scholar?hl=en&btnG=Search&q=intitle:Corporate+Governance+and+Value+Creation#0>
- PATEL, S., BALIC, A. & BWAKIRA, L. (2002). Measuring transparency and disclosure at firm- level in emerging markets. *Emerging Markets Review*, 3, 325-337.
- Pedersen, C., & Rudholm-Alfvén, T. (2003). Selecting a risk-adjusted shareholder performance measure. *Journal of Asset Management*, 4(3), 152–172.
- Perobelli, F. F. C., Lopes, Br. de S., & Silveira, A. D. M. da. (2012). Planos de opções de compra de ações eo valor das companhias brasileiras. *Revista Brasileira de Finanças*, 10(1), 105–147.
- Philippatos, G. C., & Baird, P. L. (2012). Postmerger Performance, Managerial Superiority and the Market for Corporate Control. *Managerial and Decision Economics*, 17(1), 45–55.
- Pinto, M. B., & Leal, R. P. C. (2013). Ownership concentration, top management and board compensation. *Revista de Administração Contemporânea - RAC*, 17(3), 304–324.
- Ponte, V. M. R., Oliveira, M. C., Moura, H., & Carmo, R. C. de A. do. (2007). Análise das práticas de evidenciação de informações obrigatórias, não-obrigatórias e avançadas nas demonstrações contábeis das sociedades anônimas no Brasil: Um estudo comparativo dos exercícios de 2002 e 2005. *Revista Contabilidade & Finanças - USP* 18(7), 50–62.

- Rappaport, A. (1981). Selecting strategies that create shareholder value. *Harvard Business Review*, 139–150.
- Rappaport, A. (2005). The economics of short-term performance obsession. *Financial Analysts Journal*, 61(3), 65–79.
- Redmond, W. (2010). Evolution of Corporate Governance Principles among U.S. Firms. *Journal of Economic Issues*, 44(3), 615–627.
- Ribeiro, H. C. M., Muritiba, S. N., Muritiba, P. M., & Domingues, L. M. (2012). Entender para progredir: análise da pesquisa em governança corporativa no Brasil. *Revista Gestão Contemporânea*, (12), 11–42.
- Saito, R., & Silveira, A. D. M. da. (2008). Governança corporativa: custos de agência e estrutura de propriedade. *Revista de Administração de Empresas - RAE*, 48(2), 79–86.
- Saito, R., & Silveira, A. D. M. da. (2010). The Relevance of Tag along Rights and Identity of Controlling Shareholders for the Price Spreads between Dual-Class Shares : the Brazilian Case. *Brazilian Administration Review - BAR*, 7(1), 1–21.
- Santos, E. J. dos, Rogers, P., Lemes, S., & Machado, L. de S. (2009). Proteção aos acionistas minoritários: análise dos efeitos da Reforma da lei nº 6.404/76. *REGGE Revista de Gestão USP*, 16(2), 33–49.
- Sardão, M., & Ramalho, C. (2009, julho). Deliberações do Conselho Código das Melhores Práticas Criados com o objetivo de disseminar localmente as boas práticas de. *IBGC em Foco*, pp. 9–10. São Paulo.
- Sarens, G., & Abdolmohammadi, M. J. (2011). Factors associated with convergence of internal auditing practices: Emerging vs developed countries. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 1(2), 104–122.
- Schooner, H.M & Taylor, M.W. (2010). *Global Bank Regulation: Principles and Polices*. 1st Edition. United States of America, Academic Press.
- Segrestin, B., & Hatchuel, A. (2011). Beyond Agency Theory, a Post-crisis View of Corporate Law. *British Journal of Management*, 22, 484–499.
- Sherman H. (2004) “Corporate Governance Ratings”, *Corporate Governance: An International Review*, 12, 5-7.
- Shleifer, A., & Vishny, R. (1997). A survey of corporate governance. *The journal of finance*, LII(2), 737–783.
- Silva, A. A. da. (2009). *Estrutura, análise e interpretação das demonstrações contábeis. Adendo à 1ª Edição. Relativo às alterações introduzidas pela Lei nº 11.638/2007 e Medida Provisória nº 449/2008*. São Paulo, Brasil: Editora Atlas.

- Silveira, A. D. M. da, & Barros, L. A. B. de C. (2008). Determinantes da Qualidade da Governança Corporativa das Companhias Abertas Brasileiras. *Revista Eletrônica de Administração - REAd*, 14(3), 512-540.
- Silveira, A. D. M. da, & Barros, L. A. B. de C. (2011). *Who is the Boss for Major Decisions? Chairmen-Not CEOs-As Powerful Leaders*. Available at SSRN 1874690, 1-51. Retrieved from http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1874690
- Silveira, A. D. M. da, & Barros, L. A. B. de C. (2012). *Concentration of Power and Corporate Performance Variability*. Disponível em SSRN 2225355. Acesso em 13 set 2013 em [http://www.efmaefm.org/0EFMAMEETINGS/EFMA ANNUAL MEETINGS/2012-Barcelona/papers/EFMA2012_0177_fullpaper.pdf](http://www.efmaefm.org/0EFMAMEETINGS/EFMA%20ANNUAL%20MEETINGS/2012-Barcelona/papers/EFMA2012_0177_fullpaper.pdf)
- Silveira, A. D. M. da, & Dias Jr, A. L. (2009). What is the impact of bad governance practices in a concentrated ownership environment? *International Journal of Disclosure and Governance*, 7(1), 70-91.
- Silveira, A. D. M. da, & Saito, R. (2008). *Corporate governance in Brazil: Landmarks, codes of best practices, and main challenges*. Disponível em SSRN 1268485. Acesso 22 ago. 2013 em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1268485
- Silveira, A. D. M. da, Barros, L. A. B. de C., & Famá, R. (2003a). Estrutura de governança e desempenho financeiro nas companhias abertas brasileiras: um estudo empírico. *Caderno de Pesquisas em Administração*, 10(1), 57-71.
- Silveira, A. D. M. da, Barros, L. A. B. de C., & Famá, R. (2003b). Estrutura de governança e valor das companhias abertas brasileiras. *Revista de Administração de Empresas - RAE, São Paulo*, 43(3), 50-64.
- Silveira, A. D. M. da, Barros, L. A. B. de C., & Famá, R. (2008a). ATRIBUTOS CORPORATIVOS E CONCENTRAÇÃO ACIONÁRIA NO BRASIL. *Revista de Administração de Empresas - RAE, São Paulo*, 48(2), 51-67.
- Silveira, A. D. M. da, Barros, L. A. B. de C., & Famá, R. (2008b). Atributos corporativos e concentração acionária no Brasil. *Revista de Administração de Empresas - RAE, São Paulo*, 48(2), 51-66.
- Silveira, A. D. M. da, Lanzana, A. P., Barros, L. A. B. de C., & Famá, R. (2004). Efeito dos acionistas controladores no valor das companhias abertas brasileiras. *Revista de Administração - R.Adm; São Paulo*, 39(4), 362-372.
- Silveira, A. D. M. da, Leal, R. P. C., Carvalhal-da-Silva, A. L., & Barros, L. A. B. D. C. (2010). Endogeneity of Brazilian corporate governance quality determinants. *Corporate Governance*, 10(2), 191-202.
- Silveira, A. D. M. da, Leal, R. P. C., Carvalhal-da-Silva, A. L., & Barros, L. A. B. de C. (2007). *Evolution and determinants of firm-level corporate governance quality in Brazil*. Disponível em SSRN 995764. Acesso 21 ago. 2013 em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=995764

- Silveira, A. D. M. da, Perobelli, F. F. C., & Barros, L. A. B. de C. (2008). Governança corporativa e os determinantes da estrutura de capital: evidências empíricas no Brasil. *Revista de Administração Contemporânea - RAC*, 12(3), 763–788.
- Silveira, A. D. M. da. (2004). *Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil*. Tese de Doutorado, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Departamento de Administração, Universidade de São Paulo - USP.
- Silveira, A. D. M. da. (2008). *Corporate Governance Myths in Brazil: An Analysis of Common Statements Made by Market Practitioners*. Disponível em SSRN 1313203. Acesso em 16 ago. 2013 em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1313206
- Silveira, A. D. M. da. (2010). *The Role of the BNDES (Brazilian Development Bank) on the Corporate Governance of Large Companies in Brazil*. Disponível em SSRN 1639097. Acesso em 16 ago. 2013 em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1639097.
- Silveira, A. D. M. da. (2011). *Institutional Investors and Corporate Governance in Brazil*. Disponível em SSRN 195711. Acesso em 13 set. 2013 em <http://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm?abstractid=1957110>.
- Silveira, A. D. M. da. (2013). *Corporate Governance and Capital Markets in Brazil – History and Current Overview*. Disponível em SSRN 443083. Acesso em 16 ago. 2013 em <http://ssrn.com/author=443083>.
- SINGLA, C., George P, R., & Veliyath, R. (2010). Internationalization, Family Business and Corporate Governance: An emerging market perspective. *Academy of Management Annual Meeting Proceedings*, (1994). Acesso em 13 set. 2013 em <http://proceedings.aom.org/content/2010/1/1.89.short>
- Strong, J., & Meyer, J. (1990). An analysis of shareholder rights plans. *Managerial and Decision Economics*, 11(2), 73–86.
- Tuschke, A., & Sanders, G. (2003). Antecedents and consequences of corporate governance reform: The case of Germany. *Strategic Management Journal*, 24(7), 631–649.
- Vieira, M. F. da C. (2010). *Governança Corporativa e Desempenho de Empresas : Novas Evidências do Caso Brasileiro*. Dissertação de Mestrado, Escola de Pós-Graduação em Economia da Fundação Getulio Vargas, Rio de Janeiro, Brasil.
- Wang, C. & XIE, F. (2009). Corporate Governance Transfer and Synergistic Gains from Mergers and Acquisitions. *Review of Financial Studies*, 22(2), 829-858.
- Yoshikawa, T., & Rasheed, A. a. (2009). Convergence of Corporate Governance: Critical Review and Future Directions. *Corporate Governance: An International Review*, 17(3), 388–404.

Zeidan, R. (2012). *Hedging and the Failures of Corporate Governance: Lessons from the Financial Crisis*. Disponível em SSRN 2011297. Acesso em 12 set. 2013 em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2011297

Zheka, V. (2005). Corporate governance, ownership structure and corporate efficiency: the case of Ukraine. *Managerial and Decision Economics*, 26(7), 451–460.

7. ANEXOS

ANEXO 1: Conceitos Centrais.....	82
ANEXO 2: Índice De Governança Corporativa (CGI) Construído por Leal e Carvalhal-da-Silva (2007).....	84

ANEXO 1:

CONCEITOS CENTRAIS

Accountability: Termo da língua inglesa, sem tradução exata para o português, que remete à obrigação de membros de um órgão administrativo ou representativo de prestar contas a instâncias controladoras ou a seus representados.

Cláusula Pétrea: Cláusulas usualmente acessórias às cláusulas de *poison pills*, as quais impõem um ônus aos acionistas que votarem pela supressão ou alteração de tais cláusulas, obrigando-os, para tanto, a realizar uma oferta pública de aquisição das demais ações da companhia.

Commodities: Habitualmente são assim chamadas as substâncias extraídas da terra e que mantêm até certo ponto um preço universal.

Compliance: Conjunto de disciplinas para fazer cumprir as normas legais e regulamentares, as políticas e as diretrizes estabelecidas para o negócio e para as atividades da instituição ou empresa, bem como evitar, detectar e tratar qualquer desvio ou inconformidade que possa ocorrer. Tem origem no verbo em inglês *to comply*, que significa agir de acordo com uma regra, uma instrução interna, um comando ou um pedido.

Custo de agência: Representa os custos financeiramente ocorridos em função da separação do controle e da propriedade nas empresas. Na prática, entende-se como os custos referentes ao fato de os administradores não perseguirem os interesses dos acionistas, ou dos acionistas majoritários não perseguirem os interesses dos acionistas minoritários, procurando viabilizar, em primeiro lugar, seus próprios interesses pessoais.

Disclosure: Denominação dada à política de transparência a respeito das informações financeiras, societárias e gerenciais, que deve ser posta em prática pelas companhias abertas.

Free float: Termo da língua inglesa, cuja tradução para o português é flutuação livre. Terminologia utilizada no mercado de capitais para designar as ações que se encontram em circulação, ou seja, aquelas que estão à disposição para negociação no mercado, excluindo-se as pertencentes aos controladores e aquelas na tesouraria da companhia.

Poison Pills: As cláusulas de *poison pill* brasileiras consistem em cláusulas estatutárias que obrigam acionistas (ou terceiros) que adquirirem determinada quantidade de ações em circulação a realizar uma oferta pública visando à aquisição das ações de titularidade dos demais acionistas por um determinado preço, acrescido de elevado prêmio.

Shareholders: Denominação dos acionistas das empresas que podem ter preferência no recebimento de dividendos ou possuem representatividade de voto nas assembleias gerais e que, portanto, determinam as principais decisões referentes à corporação, como aprovação das demonstrações financeiras, eleição dos administradores, decisão sobre pagamento de dividendos ou emissões de novas ações ou debêntures.

Stakeholders: Termo da língua inglesa, foi criado pelo filósofo Robert Edward Freeman, cuja tradução para o português significa parte interessada, usado referente às pessoas e grupos mais importantes para um planejamento estratégico ou plano de negócios.

Tag along: Direito do acionista minoritário receber um percentual do valor por ação recebido pelo acionista controlador no caso de venda da companhia, que costuma ficar entre 80 e 100%.

Tobin's Q: Medida de valor obtida a partir da razão entre o valor de mercado dos ativos e o valor de reposição dos ativos. Uma fórmula simplificada para mensuração deste índice é a razão entre a soma do valor de mercado, do passivo circulante e da dívida de longo prazo menos o ativo circulante e o valor total dos ativos.

ANEXO 2:**ÍNDICE DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (CGI) CONSTRUÍDO POR LEAL E CARVALHAL-DA-SILVA (2007)****Dimension: Disclosure**

1. Does the company's annual report, website or publicly disclosure include information about potential conflicts of interest such as related party transactions?
2. Does the company specify in its charter, annual reports or other means sanctions against management in the case of violations of its desired corporate governance practices?
3. Does the company produce its legally required financial reports by the required date?
4. Does the company use an international accounting standard (IASB or US GAAP)?
5. Does the company use one of the leading global auditing firms?
6. Does the company disclose in its website or annual report compensation information for the CEO and board members?

Dimension: Board Composition and Functioning

7. Are the Chairman of the Board and the CEO different persons?
8. Does the company have monitoring committees such as a compensation and/or nominations and/or audit committee?
9. Is the board clearly made up of outside and possibly independent directors?
10. Is the board size between 5 and 9 members, as recommended by the IBGC Code of Best Practices?
11. Do board members serve consecutive one-year terms, as recommended by the IBGC Code of Best Practices?
12. Is there a permanent Fiscal Board?

Dimension: Ethics and Conflicts of Interest

13. Is the company free of any undergoing inquiries at CVM regarding governance mal practices?
14. Is the company free of any CVM convictions and/or fining for governance malpractices or other securities law violations in the last five years?
15. Does the company submit to arbitration in place of regular legal procedures in the case of corporate governance malpractices?

16. Do ultimate controlling shareholders, considering shareholder agreements, own less than 50% of the voting shares?
17. Is the percentage of non-voting shares in total capital less than 20%?
18. Is the ultimate controlling shareholders' ratio of cash-flow rights to voting rights greater than 1?

Dimension: Shareholder Rights

19. Does the company charter or verifiable actions facilitate the process of voting to all shareholders beyond what is legally required?
20. Does the company charter grant additional voting rights beyond what is legally required?
21. Does the company grant tag along rights beyond what is legally required?
22. Are pyramid structures that decrease control concentration present?
23. Do shareholder agreements that decrease control concentration exist?
24. Is the free-float greater than or equal to what is required in Bovespa's Level I trading list (25%)?