

## Barreiras à Adoção de Melhores Práticas de Governança Corporativa: percepções dos diretores de relações com investidores das empresas listadas na BM&FBovespa

**Autoria:** Vera Maria Rodrigues Ponte, Marcelle Colares Oliveira, Oderlene Vieira de Oliveira, Lindenberg Araújo Aragão

### Resumo

Este artigo tem como principal objetivo identificar as percepções dos diretores de relações com investidores (DRI), das empresas listadas na BM&FBovespa, acerca das barreiras à adoção de melhores práticas de governança corporativa. O estudo analisa, especificamente, a percepção dos executivos das empresas listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa em comparação com a dos executivos das empresas listadas no mercado tradicional. Com tal propósito, foi enviado questionário estruturado a 415 empresas, sendo 157 delas listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa e 258 no mercado tradicional. Os dados foram analisados por meio de técnica descritiva, compreendendo medidas de tendência central e de dispersão. Foram também aplicados testes de igualdade entre médias amostrais (modelo Mann-Whitney). Os resultados da aplicação da técnica descritiva mostraram que as percepções acerca das barreiras à adoção de melhores práticas de governança corporativa diferem entre os dois grupos estudados. A B09–Elevação de custos, por exemplo, foi considerada a maior barreira à adoção de melhores práticas (1ª posição no *ranking*) pelos DRI das empresas do mercado tradicional, alcançando média 4,34, situada entre grande e extremamente importante. Enquanto isso os DRI das empresas dos níveis diferenciados de governança corporativa perceberam a B09 como barreira de pouca ou média importância, com média 2,46, ficando na 11ª posição do *ranking*. Na aplicação do teste de hipótese foi possível verificar que em 10 das 13 barreiras investigadas, os dados indicam a rejeição da hipótese nula de igualdade de importâncias entre médias atribuídas às barreiras nos dois grupos. Desse modo, pode-se afirmar que a evidência amostral favorece a hipótese de que as importâncias atribuídas às barreiras pelos DRI das empresas dos níveis diferenciados de governança corporativa são diferentes daquelas atribuídas pelos DRI do mercado tradicional. Cabe destacar que em apenas três barreiras, as percepções dos dois grupos não foram significativamente diferentes. São elas: B01–Emissão apenas de ações ordinárias, B06–Restrições à negociação de ações por parte de administradores e controladores e B07–Conselho de administração – no mínimo um quinto dos membros devem ser independentes. Com relação à B01–Emissão apenas de ações ordinárias, entende-se ser reflexo do receio de perda de controle ocasionado pelo compartilhamento de poder, evidenciado em ambos os segmentos de mercado. Dentre as barreiras que assinalaram diferenças de importância entre os dois grupos, destaca-se a B05–Manutenção de parcela mínima de ações em circulação, representando 25% do capital (*free float*), que chama a atenção pela grande discrepância, tendo alcançado a segunda posição na visão dos DRI das empresas listadas níveis diferenciados de governança corporativa e o décimo lugar na percepção dos DRI das companhias do mercado tradicional. O resultado sugere que a manutenção da parcela mínima de 25% das ações em circulação não é tarefa simples de ser empreendida, e, talvez por ainda não terem vivenciado tal experiência, o desafio seja subestimado pelos DRI das empresas do mercado tradicional.

## 1 Introdução

O modelo empresarial brasileiro é tradicionalmente composto, em sua maioria, por empresas com estrutura familiar. Como ressalta Gorga (2004), a história brasileira é marcada pelo papel do Estado como coordenador da atividade econômica, razão pela qual tornou-se prática comum grupos econômicos usarem o governo para subsidiar crédito para financiamento de seus investimentos.

Desde os anos 1950, percebia-se a forte presença do acionista controlador familiar, que acumulava essa função com a de gestor. Segundo Davis e Thompson (1994), devido ao crescimento e o aumento da complexidade no ambiente corporativo, verifica-se um gradual afastamento dos proprietários da administração do negócio, que passou a ser gerido por profissionais contratados. Dessa forma, teve início a separação entre a propriedade e o controle.

Esse fenômeno foi observado pioneiramente em empresas dos EUA por Berle e Means (1932) e, mais recentemente, por Jensen e Meckling (1976), que conceberam a teoria da agência. Por essa teoria, o principal (acionista) elege um agente (executivo), concedendo-lhe delegação para agir em seu nome. O conflito se estabelece, na medida em que o executivo pode agir também em benefício próprio, e não mais somente no estrito interesse daquele que paga o seu salário.

Os conflitos de agência ocorridos nas empresas onde há separação entre a propriedade e o controle mostram a necessidade de se aprimorar os mecanismos para sua mitigação. Esse é um dos aspectos mais abordados na literatura sobre governança corporativa, especialmente oriunda dos EUA, e que começou a se destacar no início da década de 1990, como resposta aos escândalos corporativos. Apesar de recente, a governança corporativa vem se transformando em tema de grande aceitação entre teóricos e empresários, e constitui uma salvaguarda dos interesses dos investidores e um sistema seguro para o desenvolvimento das corporações nas suas estratégias da criação de valor.

Enquanto na segunda metade dos anos 1990 o conceito de governança corporativa transbordava nos EUA e Europa, no Brasil o termo ainda não era conhecido (IBGC, 2006). Naquela época, o mercado de capitais brasileiro era pouco dinâmico e apresentava baixa liquidez. Eram poucas empresas captando recursos no mercado local, lançando ações, sendo flagrantes os desrespeitos aos acionistas minoritários (LODI, 2000).

O final do ano 2000 trouxe uma novidade para o mercado de capitais brasileiro, materializada na criação dos níveis diferenciados de governança corporativa pela então Bovespa (atual Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros – BM&FBovespa), compreendendo três segmentos de listagem: Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. Do ponto de vista legal, destaca-se a reforma da Lei n. 6.404/1976, que rege as sociedades por ações, por meio da Lei n. 10.303/2001, e, mais recentemente, a aprovação da Lei n. 11.638/2007, que disciplina o processo de convergência com as práticas contábeis internacionais; exemplos de medidas governamentais, além de uma série de atos normativos emitidos pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

São visíveis os avanços decorrentes da implementação dessas políticas no mercado de capitais brasileiro. Apesar da tímida adesão inicial aos níveis diferenciados de governança corporativa em 2001, reunindo apenas 18 companhias, de acordo com a Bovespa (2008), verificou-se uma significativa retomada do mercado de capitais em 2004, de maneira que entre 2006 e 2007 o número de empresas listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa cresceu 65,9%, passando de 94 para 156. Em julho de 2010, já eram 404 as empresas listadas para negociação em mercados de bolsa, sendo 253 no mercado tradicional, 106 no Novo Mercado, 25 no Nível 1 e 20 no Nível 2 de governança corporativa.

Entretanto, o fato de a maioria das empresas encontrarem-se listadas no mercado tradicional (62,6%) indica que ainda há dificuldade para o acesso dessas empresas aos níveis

diferenciados de governança corporativa. Esse fato induz à conclusão de que, se por um lado a adoção de melhores práticas de governança corporativa traz benefícios para as empresas, por outro, algumas barreiras as impedem de implementá-las. Esses aspectos levam ao seguinte questionamento: Quais as barreiras à adoção de melhores práticas de governança corporativa pelas empresas listadas nas BM&FBovespa?

Considerando-se que as percepções dos dirigentes de empresas que já vivenciaram o processo de adoção de melhores práticas podem ser diferentes das daqueles que ainda não vivenciaram tal experiência, o estudo procura responder adicionalmente à seguinte questão: As percepções dos dirigentes das empresas listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBovespa são diferentes das percepções dos dirigentes das empresas listadas no mercado tradicional?

Para responder ao problema de estudo, procedeu-se a uma pesquisa exploratório-descritiva, com aplicação de questionário junto a dois grupos de dirigentes empresariais: a) diretores de relações com investidores (DRI) das empresas listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBovespa; e b) DRI das empresas do mercado tradicional da BM&FBovespa.

Ao captar as percepções de dirigentes de empresas listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa e assim como das empresas que ainda não aderiram a esses segmentos de listagem, pretende-se levantar mais informações que ajudem a identificar os fatores que dificultam essa adesão.

Quanto à natureza, a pesquisa classifica-se como quantitativa, fazendo-se uso de técnicas da estatística descritiva e de inferência estatística (teste de hipótese para igualdade entre médias).

Além da presente introdução, a pesquisa foi estruturada em quatro partes: a segunda parte trata da revisão da literatura sobre governança corporativa; a terceira aborda os aspectos metodológicos considerados relevantes; a quarta concentra-se na análise dos dados e na discussão dos resultados; a quinta e última apresenta a conclusão.

## 2 Referencial Teórico

### 2.1 Governança Corporativa

Os grandes escândalos financeiros ocorridos nos EUA e na Inglaterra na década de 1980 e intensificados nos anos 1990 elevaram o tom das discussões sobre a necessidade de as organizações buscarem melhores práticas de gestão. Lodi (2000) ressalta que no centro desse debate encontravam-se fundos de pensão, administradores de ativos e bancos. A união e o ativismo desses agentes provocaram a demissão de todo-poderosos presidentes de grandes empresas, assim como resultaram na criação do primeiro código de melhores práticas de governança, em 1992, o *Cadbury*. Nascia, então, o conceito de Governança Corporativa.

De acordo com o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2009, p. 19), “governança corporativa é o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre proprietários, conselho de administração, diretoria e órgãos de controle”. A motivação para adoção da filosofia da governança corporativa repousa na existência de problemas de agência (BERLE; MEANS, 1932; JENSEN; MECKLING, 1976) e na inexistência de contratos completos (KLEIN, 1983; HART, 1995).

Historicamente, as empresas eram administradas pelos fundadores-proprietários e seus descendentes, ficando, portanto, a propriedade e o controle nas mesmas mãos. Devido ao crescimento e evolução das corporações, surgiu a necessidade de contratação de gestores profissionais, ocasionando a separação entre propriedade e controle. Essa prática levou a um novo comportamento, com atividades claramente definidas: de um lado, os acionistas

transformaram-se especialistas na avaliação dos resultados corporativos e na aplicação de seus recursos em projetos com mais chances de retorno; do outro, os gestores firmaram-se como especialistas nos negócios, com a obrigação de maximizá-los em benefício dos acionistas (DAVIS; THOMPSON, 1994).

A teoria da agência adota como argumento central a necessidade de o gestor contratado agir em defesa dos interesses do proprietário. Segundo concluíram Berle e Means (1932), os principais interesses dos proprietários consistem na obtenção de lucro máximo compatível com razoável grau de risco e na distribuição apreciável desses lucros o quanto possibilitem os objetivos do negócio. Uma grande pergunta a ser respondida é: Haverá alguma razão para que os gestores de uma empresa o ajam em defesa dos interesses dos proprietários? Segundo admitem Berle e Means (1932), os interesses do controle são radicalmente opostos aos da propriedade; eles concluem que os indivíduos responsáveis pelo controle de uma companhia geralmente são movidos pelo desejo de lucro pessoal, alcance de prestígio, poder e recompensa pelo zelo profissional.

Uma solução para essa questão seria a formalização de um contrato completo, de maneira a conciliar permanentemente os interesses dos acionistas com os dos executivos. Porém, como argumenta Klein (1983), no mundo corporativo moderno, diferentemente do modelo econômico tradicional, não há contratos completos, capazes de prever as contingências e redutores de custos.

Como os executivos possuem mais conhecimento do negócio do que os acionistas, acabam ficando livres para tomar decisões – designadas no jargão corporativo de juízo gerencial (*managerial discretion*) – na alocação de recursos da empresa, muitas vezes aplicados de forma incorreta, visando apenas à utilidade pessoal (SHLEIFER; VISHNY, 1997).

Segundo Shleifer e Vishny (1997), há uma quantidade considerável de evidências documentadas da prevalência de comportamento gerencial contrário aos interesses dos investidores, particularmente os acionistas. Nessa linha, Jensen (1986) demonstra que os gestores optam por reinvestir o fluxo de caixa livre da empresa em projetos de êxito duvidoso ou não geradores de valor, em vez de devolvê-lo aos acionistas. O autor cita o exemplo da indústria do petróleo, na qual em meados da década de 1980 eram investidos US\$ 20.00 por barril para prospecção de novas reservas, quando se poderiam comprar reservas comprovadas no mercado por cerca de US\$ 6.00 o barril.

Desse modo, a cada dia se torna mais necessária a aplicação de critérios e métodos que possam detectar e atenuar os possíveis prejuízos decorrentes de ações que não visam à maximização dos interesses dos acionistas, ou resultantes do juízo gerencial na alocação de recursos da empresa sem o devido respaldo de viabilidade. Esses critérios e métodos constituem os sistemas de governança corporativa, e sua aplicação depende do tipo de conflito prevalente.

Basicamente há dois tipos de conflito de agência. O primeiro se manifesta na relação entre acionistas e gestores, mais comum em mercados que têm como característica a estrutura de capital pulverizada, como, por exemplo, o mercado dos EUA, com pesados custos de monitoramento para alinhar os interesses dos acionistas aos dos gestores (JENSEN; MECKLING, 1976).

No segundo tipo de conflito, identificado na literatura, a questão central recai sobre o conflito entre acionistas majoritários e minoritários, em decorrência da elevada concentração acionária dos primeiros. A ocorrência desse tipo de conflito de agência é mais comum do que os conflitos proprietários-gestores em vários países, inclusive no Brasil, embora esse cenário tenha começado a mudar, conforme demonstrado no próximo tópico.

## 2.2 Governança Corporativa no Brasil: Introdução e Desenvolvimento

O sistema de governança corporativa adotado pelas empresas depende, em grande parte, do ambiente institucional no qual estão inseridas. Por meio de instrumentos legais e regulatórios, o Estado modela a formação do mercado de capitais local e do grau de proteção aos investidores, influenciando o modelo de governança das empresas (SILVEIRA 2005).

Importantes estudos têm mostrado haver relação causal entre desenvolvimento financeiro e crescimento econômico, (LA PORTA et al, 1997; KING; LEVINE 1993; LEVINE; ZERBOS, 1996; BLACK, 2000) demonstrando que a qualidade do sistema financeiro está associada ao crescimento econômico e que quanto maior for a proteção dos acionistas, mais fortes tendem a ser o mercado de capitais e o seu sistema de governança.

Analisando-se essas conclusões à luz do exemplo brasileiro, pode-se entender melhor o atraso de mais de meio século para o amadurecimento do mercado de capitais do país e, conseqüentemente, do seu modelo de governança corporativa.

De acordo com Lodi (2000), no período de 1950 e 1960 o modelo empresarial brasileiro caracterizou-se pela forte presença do acionista controlador, em geral de origem familiar, que acumulava o papel de sócio majoritário e gestor da empresa. Reconhecendo a importância de um forte mercado de capitais, o governo introduziu algumas iniciativas de melhoria. Conforme relatam Andrezzo e Lima (2000), duas medidas de grande impacto foram a Lei da Reforma Bancária e a Lei do Mercado de Capitais, em 1965.

Conforme relata Carvalho (2002), apesar dessas iniciativas, até meados da década de 1970 o país ainda apresentava um mercado de capitais desregulado e movido a incentivos fiscais para aquisição de ações, uma vez que a lei obrigava os fundos de pensão a comprar ações (mercado comprador compulsório), o que, na prática, levava a um crescimento artificial. No campo corporativo, a maioria das empresas pertencia a grupos familiares, com capacidade limitada de investimento, e o modelo adotado no país estava calcado em políticas alinhadas com forte proteção às empresas e seus controladores.

Após as transformações estruturais ocorridas na década de 1990, como a abertura comercial, a estabilização monetária e o movimento das privatizações, surgiram os primeiros indícios de novas formas de governança corporativa – o que ensejou a transferência da propriedade estatal para grupos privados, forjando uma nova realidade societária –, acabando por proporcionar as primeiras experiências de controle compartilhado no país (SIFERT FILHO, 1998).

Neste início de século esse cenário começou a mudar. Inspirada no modelo do *Neuer Market* alemão, em dezembro de 2000 a então Bovespa lançou segmentos especiais de listagem destinados à negociação de ações emitidas por empresas que se comprometiam, voluntariamente, com a adoção de práticas de governança corporativa adicionais em relação ao que exigia a legislação.

Surgiam assim os chamados níveis diferenciados de governança corporativa 1 e 2 e o novo mercado, que prometiam transformar o mercado de capitais brasileiro em uma opção viável de financiamento para as empresas abertas do país. Além dessa medida, foram implementadas outras iniciativas institucionais, como a criação do IBGC e de seu código de governança corporativa – atualmente na quarta edição, lançada em 2009. Somadas a essas medidas, são exemplos de iniciativas governamentais, no campo legal, a reforma da Lei n. 6.404/1976, por meio da Lei n. 10.303/2001, a Lei n. 11.638/2007, que trata do processo de convergência com as práticas contábeis internacionais, bem como uma série de atos normativos emitidos pela CVM.

Os resultados logo se fizeram sentir, com a retomada do mercado de capitais, haja vista o grande *boom* dos *initial public offering* (IPOs) ocorridos entre 2004 e 2007. Além disso, estudos recentes confirmam certa diminuição nas proporções de concentração de controle nas

empresas brasileiras de capital aberto (GORGA, 2008; CANNELAS; LEAL; BORTOLON, 2008).

Nesse sentido, Silveira (2009) explica que em passado recente 100% das empresas tinham controlador majoritário (detentor de mais de 50% das ações votantes). Atualmente, é perceptível a presença de cerca de 10% das companhias listadas com estrutura de controle mais dispersa (controle de fato por um grupo com menos de 50% de ações votantes), o que caracteriza um controle minoritário.

Esses movimentos vêm impactando diretamente em melhorias, notadamente, no *disclosure* das empresas listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa, como, por exemplo, a maior facilidade de acesso aos portais eletrônicos de relações institucionais e o aprimoramento das informações sobre o modelo e as práticas de governança corporativa das empresas. São notórias, também, mudanças que visam à adoção de práticas de governança corporativa compatíveis com as recomendações do IBGC, como a separação de funções entre CEO e *chairman*, criação de comitês do conselho de administração, busca de maior participação dos acionistas em assembleias, tendência a instalação do conselho fiscal de forma permanente e o uso de conselheiros independentes em nível compatível com o indicado pelo regulamento da BM&FBovespa.

Segundo Silveira (2009), esses fatos colocam o Brasil numa fase de transição, na qual vislumbram-se dois modelos de governança corporativa: i) o tradicional – com maioria de empresas com controle familiar, alto nível de emissão de ações preferenciais, alta concentração de ações ordinárias em posse de acionistas controladores e baixo nível de concessão de *tag along*; e ii) o emergente – maior peso de empresas com controle compartilhado, maior difusão da base acionária, com presença de companhias sob controle minoritário, emissão exclusiva de ações com direito a voto, concessão voluntária de *tag along*, busca por outros mecanismos para manutenção do controle de fato, com o surgimento das *poison pills* brasileiras.

Todas essas transformações, ocasionadas, de um lado, por medidas de cunho legal e regulatórias, e, por outro, por medidas de caráter institucional, como a criação dos níveis diferenciados de governança corporativa, bem como o atual processo de revisão do regulamento de listagem desses três segmentos, que se encaminha para a fase final, são provas do amadurecimento do ambiente institucional e econômico, o que aproximam o país da prática internacional, colocando o modelo brasileiro mais próximo das práticas de governança corporativa usuais nos mercados de capitais mais desenvolvidos do mundo.

### 2.3 As Barreiras à Adoção de Melhores Práticas Governança Corporativa

Um dos pontos mais estudados e aceitos como verdadeiros sobre governança corporativa diz respeito aos benefícios agregados às empresas que implementam as melhores práticas de governança corporativa. No caso brasileiro, isso tem sido visível, principalmente nos últimos cinco anos, devido à crescente adesão de empresas ao três níveis diferenciados, como demonstrado no tópico introdutório.

Apesar de recente, uma vasta literatura empírica demonstra haver correlação positiva entre (i) a implementação de boas práticas de governança corporativa e o desenvolvimento do mercado de capitais (BLACK, 2000; LA PORTA et al, 1997, 2002); (ii) práticas que incluem maior proteção legal ao investidor e valor de mercado da empresa (LA PORTA et al, 1998; KAPLER; LOVE, 2002; GOMPERS; ISHII; METRICK, 2003; SILVEIRA, 2005); e (iii) boas práticas de governança corporativa e maiores retornos em tempos de crise do que as empresas não adeptas de tais práticas (JOHNSON, 2000; MITTON, 2002).

Entretanto, esses resultados contrastam com a baixa adesão das empresas do mercado tradicional aos níveis diferenciados de governança corporativa, que são maioria entre os segmentos de listagem da BM&FBovespa com 62,6%, conforme mostra a Tabela 1. Nesse

sentido, levantamento realizado por Andrade e Rossetti (2006) revelou que, no final de 2005, a maioria das empresas que migraram para níveis diferenciados de governança corporativa era oriunda de empresas que abriram seu capital, aderindo ao Novo Mercado, e que para cada dezena de empresas listadas no mercado tradicional, menos de duas aderiram aos segmentos diferenciados.

Tabela 1 – Segmentos de Listagem da BM&FBovespa

Segmento	Julho/2010	Participação (%)
Tradicional	253	62,6%
Novo Mercado	106	26,2%
Nível 2	20	5,0%
Nível 1	25	6,2%
<b>Total</b>	<b>404</b>	<b>100,0</b>

Fonte: Elaborada a partir da BM&FBovespa (2010).

As razões da baixa adesão foram evidenciadas na pesquisa realizada por Peixe (2003). Em relação ao direito de voto às ações preferenciais em matérias de alto impacto, a obtenção da segunda posição na pesquisa de Peixe (2003), com 61,9%, explica-se pela relação com uma das principais características das companhias abertas brasileiras, que é o alto índice de emissão de ações sem direito a voto (preferenciais). Permitida por lei, essa manobra atua como principal mecanismo de separação entre a propriedade e o controle das companhias, aumentando o incentivo para a expropriação dos minoritários (LEAL; CARVALHAL-DASILVA-VALADARES, 2002). Assim, o não uso dessa prerrogativa, na visão dos empresários, constitui uma barreira à adoção de melhores práticas de governança corporativa.

A adesão à câmara de arbitragem para a resolução de conflitos societários, na visão dos entrevistados na pesquisa de Peixe (2003) constituiu o terceiro maior obstáculo à migração das empresas para níveis diferenciados de governança corporativa com 52,4%. Segundo a autora, isso mostra que os respondentes não avaliam a câmara de arbitragem como um bom substituto para a justiça brasileira, o que chega a surpreender, se levar em conta a notória morosidade do Poder Judiciário na resolução de conflitos.

O *tag along*, que ocupou o quarto lugar na pesquisa de Peixe (2003), com 52,4%, configura-se uma barreira, devido à grande dificuldade de sua consecução. Esse resultado vem corroborar estudos de Nenova (2001) e Gorga (2004), que mostram a resistência do empresariado brasileiro a abrir mão dos benefícios privados do controle. Segundo Cruz (2003), a qualidade da proteção e a aplicabilidade da lei em relação aos minoritários explicam grande parte dos benefícios privados do controle em vários países. No Brasil, um exemplo dessa realidade ocorreu em duas oportunidades: primeiramente quando a Lei n. 9.457/1997 retirou os direitos de *tag along* a acionistas minoritários; e, mais recentemente, por ocasião da Lei n. 10.303/2001, que reformulou a Lei n. 6.404/1976, negando, assim, a reintrodução desses direitos (CARVALHO, 2002; GORGA, 2004).

Já o maior obstáculo à migração a níveis mais elevados de governança na pesquisa de Peixe (2003) foi a emissão apenas de ações ordinárias, apontada por 85,7% dos respondentes. Esse resultado reflete o receio de perda do controle, ocasionada pelo compartilhamento de poder. Gorga (2004) explica que o apego à propriedade e ao controle está ligado às normas informais da cultura brasileira e às formas tradicionais de manutenção de poder e *status*. Segundo Gorga (2004), essas características levam os acionistas controladores brasileiros a sentir-se donos exclusivos das empresas, mesmo havendo uma significativa parcela do capital nas mãos dos acionistas minoritários. Assim, acionistas controladores acham que não há razão para revelar suas operações ou “planos estratégicos”.

O debate sobre a divulgação de informações estratégicas já vinha acirrado havia algum tempo. Nessa situação estariam incluídas empresas com estratégias de desenvolvimento de novos produtos, implantação de uma nova planta de produção e intenção de descontinuar algumas linhas (DANTAS; ZENDERSKY; NIYAMA, 2004).

A literatura mostra que algumas empresas relutam em aumentar o nível de divulgação, por vários motivos, como perda de competitividade, custos com a sistematização e publicação das informações (HENDRISKSEN; VAN BREDA, 1999; BUENO, 1999; CARVALHO, 2002), bem como o elevado custo de manutenção de uma companhia aberta, que pode alcançar a média anual de um milhão de dólares (OLIVEIRA, 2007).

A questão sobre a divulgação de informações consideradas sigilosas ou estratégicas ganhou maior destaque após a recente edição da Instrução CVM n. 480/2009, que substituiu a Instrução CVM n. 202/1993, que criou o antigo formulário Informações Anuais (IAN), e dispõe sobre as novas regras para o registro e prestação de informações a serem cumpridas pelos emissores de valores mobiliários. De acordo com a Revista Capital Aberto (2010), que editou um guia prático sobre a referida instrução, a CVM considera que o novo formulário já excluiu todos os campos considerados estratégicos, de maneira que o atual nível de *disclosure* exigido é considerado necessário.

Com relação à cultura, estudos realizados em 2003 por The Economist & KPMG (2003) em vários países, e em 2004 pela KPMG (2004) no Brasil, investigaram as principais barreiras à implementação de um modelo de governança corporativa nas empresas. Os resultados de ambos os estudos revelaram uma resistência cultural a medidas que visem garantir maior transparência.

Vale salientar também outras barreiras citadas na literatura que podem constituir fatores limitantes à migração aos segmentos diferenciados de governança corporativa da BM&FBovespa: a) *free float* de 25% – manutenção de parcela mínima de ações em circulação, correspondente a 25% do capital; b) observância das regras de *lock-up period*; c) conselho de administração – no mínimo 1/5 dos membros deverão ser independentes; d) conselho de administração com no mínimo cinco membros (PEIXE, 2003; BM&FBOVESPA, 2010a).

### 3 Metodologia

À luz do que leciona Vergara (2000), pode-se dizer que, quanto aos fins, a presente pesquisa caracteriza-se como descritiva. Quanto à natureza, classifica-se como quantitativa, fazendo-se uso de técnicas da estatística descritiva e de inferência estatística (teste de hipótese para igualdade entre médias).

São elementos de pesquisa os diretores de relacionamento com investidores (DRI) das companhias de capital aberto listadas nos níveis diferenciados da BM&FBovespa (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado) – 157 companhias (data-base: fevereiro/2009) e as listadas no mercado tradicional - 258 companhias (data-base: dezembro/2009), totalizando 415 empresas.

No processo de construção do conhecimento científico desta pesquisa, foi utilizado como ponto de partida o estudo do IBGC (2006). A revisão da literatura possibilitou identificar 13 barreiras à adoção de melhores práticas de governança corporativa, relacionadas no Quadro 1, que serviram de base para a construção do instrumento de coleta de dados da pesquisa. Assim, o instrumento reuniu questões fechadas, compreendendo as 13 barreiras a serem avaliadas de acordo com os respectivos graus de importância, por meio de escala *Likert* de 5 pontos (1 – nenhuma importância ou sem importância; 2 – pouca importância ou pouco importante; 3 – média importância ou importante; 4 – grande ou muita importância; e 5 – extremamente importante ou importantíssima).

Na sequência, procedeu-se à coleta de dados, procurando-se conhecer as barreiras à adoção de melhores práticas de governança corporativa pelas companhias abertas listadas na

BM&FBovespa. O questionário foi disponibilizado para os respondentes por meio de um portal eletrônico identificado por meio de carta-convite e *link* enviados por *e-mail*. O questionário foi enviado a 157 DRI, de empresas dos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBovespa (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado), obtendo-se retorno de 83. Foi igualmente enviado a 258 DRI do mercado tradicional, obtendo-se um retorno de 61. A consulta se deu período de janeiro a setembro de 2010.

B01	Emissão apenas de ações ordinárias
B02	Direito de voto às ações preferenciais em matérias de alta relevância
B03	Adesão à câmara de arbitragem para solução de conflitos societários
B04	<i>Tag along</i>
B05	Manutenção de parcela mínima de ações em circulação, representando 25% do capital ( <i>free float</i> )
B06	Restrições à negociação de ações por parte de administradores e controladores – observância das regras de <i>lock up period</i>
B07	Conselho de administração – no mínimo um quinto dos membros deverão ser independentes
B08	Conselho de administração com no mínimo cinco membros
B09	Elevação dos custos
B10	Necessidade de sigilo nas decisões estratégicas
B11	Utilização de normas contábeis internacionais ( <i>IFRS</i> ou <i>US GAAP</i> )
B12	Resistência cultural a medidas que visem à maior transparência
B13	Apego à propriedade e ao controle, para manutenção de poder e status

Quadro 1 – Barreiras à adoção de melhores práticas de governança corporativa.  
Fonte: Elaborado pelos autores com base no referencial teórico.

Os dados coletados foram verificados, codificados e devidamente armazenados no *software* SPSS (versão 17.0). Os dados foram analisados por meio de técnica descritiva, compreendendo a medida de tendência central (média aritmética) e as medidas de dispersão (distribuição de frequência e desvio-padrão). Também foram aplicados testes de igualdade entre médias amostrais, conforme detalhado no tópico seguinte.

#### 4 Resultados e Análises

Após o tratamento estatístico dos dados, elaborou-se um *ranking* das barreiras à adoção de melhores práticas de governança corporativa na visão dos DRI das empresas pesquisadas. Considerando-se que poderia haver percepções diferentes entre os DRI, foram elaborados dois *rankings*, sendo um para as empresas dos níveis diferenciados de governança corporativa; empresas do mercado tradicional. Com o objetivo de facilitar a visualização dos resultados e a análise comparativa das visões dos dois grupos de DRI, os dados relativos às 13 barreiras investigadas foram dispostos de forma emparelhada, conforme visualizado na Tabela 1.

Analisando-se os dados da Tabela 1, verifica-se que todas as 13 barreiras investigadas

foram consideradas importantes pelos DRI das empresas listadas na BM&FBovespa. Contudo, se observam percepções diferentes entre os grupos estudados. Os DRI das companhias listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa indicaram que as barreiras B09-Elevação de custos, B12-Resistência cultural a medidas que visam à maior transparência e B13-Apego à propriedade e ao controle, para manutenção de poder e status, têm pouca importância no processo de adoção de melhores práticas de governança corporativa. Enquanto isso, os DRI das empresas do mercado tradicional atribuíram graus 3 (média importância) e 5 (extremamente importante ou importantíssima) a todas as barreiras.

**Tabela 1 – Ranking das barreiras à adoção de melhores práticas de governança corporativa**

Barreira	Percepção dos DRI das empresas dos níveis diferenciados de governança			Percepção dos DRI das empresas do mercado tradicional			
	Posição	Média	Desvio padrão	Posição	Média	Desvio padrão	
B07	Conselho de administração – no mínimo um quinto dos membros deverão ser independentes	1ª	4,30	1,112	2ª	4,16	,879
B05	Manutenção de parcela mínima de ações em circulação, representando 25% do capital (free float)	2ª	4,29	1,110	10ª	3,75	1,164
B10	Necessidade de sigilo nas decisões estratégicas	3ª	4,20	1,286	3ª	4,05	,884
B06	Restrições à negociação de ações por parte de administradores e controladores – observância das regras de <i>lock up period</i>	4ª	4,17	1,248	4ª	4,00	1,169
B04	Tag along	5ª	4,16	1,348	7ª	3,95	,939
B08	Conselho de administração com no mínimo cinco membros	6ª	4,11	1,344	8ª	3,89	,968
B03	Adesão à câmara de arbitragem para solução de conflitos societários	7ª	4,08	1,345	13ª	3,28	,915
B01	Emissão apenas de ações ordinárias	8ª	3,88	1,525	6ª	3,95	,902
B11	Utilização de normas contábeis internacionais (IFRS ou US GAAP)	9ª	3,18	,783	11ª	3,69	,941
B02	Direito de voto às ações preferenciais em matérias de alta relevância	10ª	3,01	,930	5ª	3,98	,846
B09	Elevação dos custos	11ª	2,46	,941	1ª	4,34	,728
B12	Resistência cultural a medidas que visem à maior transparência	12ª	2,29	1,153	9ª	3,80	,833
B13	Apego à propriedade e ao controle, para manutenção de poder e status	13ª	2,18	,952	12ª	3,46	,743

Fonte: Elaborada pelos autores com base nos dados da pesquisa.

Verifica-se também que com relação a todos os itens estudados, as médias das importâncias atribuídas pelos dois grupos são diferentes, sendo que para alguns elementos parecem existir diferenças significativas. Ocupando a primeira posição no *ranking*, a B09-Elevação de custos se destaca como a maior barreira à adoção de melhores práticas de governança corporativa na percepção dos DRI das empresas não participantes dos três segmentos diferenciados, alcançando média 4,34, ou seja, entre muito e extremamente importante. Enquanto isso, os DRI das empresas dos níveis diferenciados de governança corporativa entendem esse elemento como de pouca a média importância, ocupando a 11ª colocação no *ranking*, com média 2,46.

No sentido de se verificar se as diferenças entre as médias das importâncias atribuídas

pelos grupos eram estatisticamente significativas, foi aplicado teste de igualdade entre médias amostrais para cada uma das barreiras investigadas. Realizaram-se 13 testes não-paramétricos, utilizando-se o modelo de Mann-Whitney, numa comparação das importâncias atribuídas pelos DRI das empresas dos dois grupos de empresas. Formulou-se a seguinte hipótese para todo o conjunto de barreiras investigadas:

Ho: as importâncias médias atribuídas às barreiras pelos DRI das empresas dos segmentos diferenciados de governança corporativa são iguais àquelas atribuídas pelos DRI das empresas do mercado tradicional

H1: as importâncias médias atribuídas às barreiras pelos DRI das empresas dos segmentos diferenciados de governança corporativa são diferentes daquelas atribuídas pelos DRI das empresas do mercado tradicional

Os resultados dos testes de hipótese estão dispostos na Tabela 2, seguindo-se os comentários sobre os aspectos mais relevantes.

**Tabela 2 – Comparação de médias**

Barreira		Teste de Igualdade entre Médias		
		Significância	Z	Mann-Whitney U
B01	Emissão apenas de ações ordinárias	,191	-1,308	2227,000
B02	Direito de voto às ações preferenciais em matérias de alta relevância	,000	-6,435	1039,000
B03	Adesão à câmara de arbitragem para solução de conflitos societários	,000	-4,746	1408,500
B04	<i>Tag along</i>	,007	-2,720	1910,000
B05	Manutenção de parcela mínima de ações em circulação, representando 25% do capital ( <i>free float</i> )	,001	-3,320	1769,000
B06	Restrições à negociação de ações por parte de administradores e controladores – observância das regras de <i>lock up period</i>	,172	-1,366	2224,500
B07	Conselho de administração – no mínimo um quinto dos membros deverão ser independentes	,056	-1,910	2106,500
B08	Conselho de administração com no mínimo cinco membros	,023	-2,267	2011,000
B09	Elevação dos custos	,000	-8,791	439,000
B10	Necessidade de sigilo nas decisões estratégicas	,023	-2,271	2020,000
B11	Utilização de normas contábeis internacionais ( <i>IFRS</i> ou <i>US GAAP</i> )	,000	-3,957	1650,000
B12	Resistência cultural a medidas que visem à maior transparência	,000	-7,268	789,500
B13	Apego à propriedade a ao controle, para manutenção de poder e status	,000	-7,565	731,000

Fonte: Elaborada pelos autores, com base em dados da pesquisa (2010).

Os dados apresentados na Tabela 2 indicam que para 10 das 13 barreiras investigadas os resultados dos testes de Mann-Whitney levam à rejeição da hipótese nula de igualdade de importâncias médias atribuídas às barreiras nos dois grupos de DRI. Desse modo, pode-se afirmar que, para o nível de significância 5%, a evidência amostral favorece a hipótese de que há diferença entre as importâncias atribuídas às barreiras pelos dois grupos de DRI.

Apenas com relação a três itens, as percepções dos dois grupos não foram significativamente diferentes. É o caso de B01-Emissão apenas de ações ordinárias, B06-Restrições à negociação e ações por parte de administradores e controladores e B07-Conselho de administração - no mínimo um quinto dos membros deverão ser independentes.

A B07 foi considerada a barreira de maior importância segundo os DRI das empresas dos níveis diferenciados de governança corporativa, ocupando a segunda posição no *ranking* dos DRI das companhias do mercado tradicional. Vale destacar que a partir de 2004, devido ao crescimento do número de empresas abertas, observou-se uma expansão na demanda por profissionais para ocupar a função de conselheiro independente, o que tem levado as empresas a enfrentar dificuldades na contratação de profissionais com perfil adequado. A barreira B06 ocupou a quarta posição nos *rankings* dos dois grupos de DRI.

No tocante à B01-Emissão apenas de ações ordinárias, apesar de não haver diferenças estatisticamente significantes entre os graus de importância, vale salientar que essa barreira ocupou a oitava posição no *ranking* dos DRI das companhias dos níveis diferenciados de governança corporativa, ficando na sexta posição no *ranking* do outro grupo. Em função dos estudos de outros pesquisadores (CARVALHO, 2002; GORGA, 2004; SILVEIRA, 2010), entende-se que a importância atribuída a essa barreira reflete o receio da perda de controle ocasionado pelo compartilhamento de poder. Importa mencionar também que a existência apenas de ações ordinárias reduz consideravelmente o espaço de manobra para a realização de operações informais ou de transações lesivas aos investidores.

A necessidade de sigilo nas decisões estratégicas (B10), apesar de ter apresentado graus de importâncias diferentes entre os dois grupos pesquisados, ocupou a terceira posição em ambos os *rankings*, o que indica a relutância das empresas em divulgar seus planos estratégicos. Vale mencionar que ainda é grande o número de empresas que relutam em aumentar o nível de *disclosure* voluntário, limitando-se a divulgar apenas o que é determinado por lei ou em normas dos órgãos reguladores, pois temem que a divulgação de informações consideradas estratégicas pode expor seus pontos fracos aos concorrentes (BUENO, 1999; DANTAS; ZENDERSKY; NIYAMA, 2004).

A barreira B04 - *Tag along* apresentou colocações próximas nos *rankings*, ocupando a quinta posição no grupo dos DRI das empresas dos níveis diferenciados de governança corporativa e a sétima no outro. A grande importância atribuída a essa barreira corrobora o entendimento de Carvalho (2002) e Gorga (2004), segundo os quais o aumento da proteção a acionistas minoritários (nesse caso, a aplicação de *tag along*) reduz o valor de controle das empresas, o que certamente não é do interesse dos acionistas controladores.

Um resultado que chama a atenção pela grande discrepância entre as percepções dos dois grupos é o fato de a barreira B05-Manutenção de parcela mínima de ações em circulação, representando 25% do capital (*free float*) haver ocupado a segunda posição no *ranking* dos DRI das empresas listadas níveis diferenciados de governança corporativa e a décima na percepção dos DRI das demais companhias. O resultado sugere que a manutenção da parcela mínima de 25% das ações em circulação não é tarefa simples de ser empreendida, e que, talvez, por ainda não terem vivenciado tal experiência, o desafio seja subestimado pelos DRI das empresas do segundo grupo.

Diferença significativa de percepções também foi registrada com relação à barreira B03-Adesão à câmara de arbitragem para solução de conflitos societários, que ocupou a sétima posição no *ranking* do primeiro grupo e a décima terceira no do outro. Também com relação a esse item, é provável que a falta de experiência dos DRI das companhias do mercado tradicional tenha contribuído para esse resultado.

Apesar de a adoção de normas contábeis internacionais implicar a elevação de custos e investimentos na área de controladoria, os DRI consideraram a barreira B11-Utilização de

normas contábeis internacionais (IFRS ou US GAAP), como de média importância no processo de adoção de melhores práticas de governança corporativa.

A barreira B13-Apego à propriedade e ao controle, para manutenção de poder e status ocupou a última posição no *ranking* dos DRI das empresas dos níveis diferenciados de governança corporativa sendo considerada como de pouca importância, sugerindo que a questão já foi superada no ambiente das companhias listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa. Já nas empresas listadas no mercado tradicional, os resultados da pesquisa evidenciaram uma situação diferente, já que os DRI dessas companhias atribuíram grau de importância entre médio e grande para esse item. Reforçando esse entendimento, deve-se destacar que a barreira B02-Direito de voto às ações preferenciais em matérias de alta relevância foi considerada de grande importância, alcançando a quinta posição no *ranking* dos DRI das companhias do mercado tradicional.

Vale mencionar que uma das principais características das companhias abertas brasileiras é o alto índice de emissão de ações não votantes (preferenciais), mecanismo permitido por lei, que induz a manutenção do controle com pouco mais de 17% do capital (CARVALHO, 2002; LEAL et al, 2002; CANTIDIANO, 2002; CARVALHAL-DA-SILVA, 2005). As companhias do mercado tradicional podem, em tese, utilizar esse mecanismo com maior intensidade do que as companhias dos níveis diferenciados de governança corporativa, já que estas últimas ficam sujeitas a severas regras de listagem.

Por fim, deve-se destacar que a maior discrepância foi observada com relação à barreira B09-Elevação de custos, que alcançou a primeira colocação no *ranking* dos DRI das empresas do mercado tradicional. Enquanto isso o grupo de DRI das empresas níveis diferenciados de governança corporativa atribuiu apenas pouca importância a esse item, que ocupou a décima primeira posição do *ranking*. Vale mencionar que, de acordo com pesquisa de Rocca e Carvalho (1999), a manutenção de uma companhia aberta implica altas despesas, sendo a principal delas o custo com publicações. Segundo estudo da BM&FBovespa (2010), as despesas são mais abrangentes e se distribuem em cinco grandes áreas: i) auditoria independente; ii) publicações; iii) relações com investidores; iv) despesas com apresentações para o mercado; v) anuidade da BM&FBovespa; e vi) taxa de fiscalização da CVM. Uma simulação apresentada pelo citado estudo mostra que, em média, os custos de manutenção de uma companhia aberta podem variar de R\$ 349 mil, nas de pequeno porte, a R\$ 644 mil, nas de médio porte, e R\$ 1.293 mil nas de grande porte.

## 5 Conclusão

O presente estudo elegeu como objetivo principal identificar as percepções dos diretores de relações com investidores (DRI) das empresas listadas na BM&FBovespa sobre as barreiras à adoção de melhores práticas de governança corporativa, apresentando uma análise comparativa por segmento de listagem. Para tanto, a pesquisa teve a participação de 83 DRI das 157 empresas listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBovespa e de 61 das 258 demais empresas listadas no mercado tradicional. A análise das respostas dadas a um questionário estruturado possibilitaram as seguintes conclusões:

a) com a aplicação de técnica descritiva que possibilitou a elaboração do *ranking*, pôde-se observar que os DRI de ambos os grupos consideraram importantes todas as 13 barreiras, ou seja, capazes, em graus diferentes, de desestimular a adesão às melhores práticas de governança corporativa. Contudo, observou-se que na maioria dos casos as percepções diferiam em relação ao grau de importância atribuído a cada barreira individualmente. Como, por exemplo, a B05-Manutenção de parcela mínima de ações em circulação, representando 25% do capital (*free float*), que ocupou a segunda posição na percepção dos DRI das empresas listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa e a décima na percepção dos DRI das empresas do mercado tradicional;

b) com a aplicação do teste de hipótese (Mann-Whitney), pôde-se confirmar o observado na aplicação da técnica descritiva, de que havia diferença de percepção entre os dois grupos pesquisados no tocante às barreiras à adoção de melhores práticas de governança corporativa. Em 10 das 13 barreiras investigadas, os dados indicaram a rejeição da hipótese nula de igualdade de importâncias médias atribuídas às barreiras para os dois grupos de DRI. Nas outras três – B01-Emissão apenas de ações ordinárias, B06-Restrições à negociação de ações por parte de administradores e controladores e B07-Conselho de administração - no mínimo um quinto dos membros deverão ser independentes –, as percepções dos dois grupos de DRI não foram significativamente diferentes.

Desse modo, pode-se concluir que, para o nível de significância  $\alpha = 5\%$ , a evidência amostral favorece a hipótese de que há significativa diferença nos dois grupos de DRI com relação ao grau de importância atribuído às barreiras B02-Direito de voto às ações preferenciais em matéria de alta relevância, B03-Adesão à câmara de arbitragem para solução de conflitos societários, B04 - *Tag along*, B05-Manutenção de parcela mínima de ações em circulação, representando 25% do capital (*free float*), B08-Conselho de administração com no mínimo cinco membros, B09-Elevação dos custos, B10-Necessidade de sigilo nas decisões estratégicas, B11-Utilização de normas contábeis internacionais (*IFRS* ou *US GAAP*), B12-Resistência cultural a medidas que visam à maior transparência e B13-Apego à propriedade a ao controle, para manutenção de poder e status.

Sugere-se a aplicação do estudo, mediante levantamento de dados junto aos diretores das maiores empresas de capital fechado brasileiras, para uma análise comparativa com os dados sobre empresas de capital aberto aqui apresentados.

### Agradecimentos

A pesquisa recebeu o apoio financeiro do Conselho Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico (CNPq).

### Referências

ANDRADE, A.; ROSSETTI, J. P. *Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências*. São Paulo: Atlas, 2006.

ANDREZZO, A. F.; LIMA, I. S. *Mercado Financeiro: aspectos históricos e conceituais*. São Paulo: Pioneira, 2000.

BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. *The Modern Corporation and Private Property*. New York: Harcourt, Brace & World, 1932.

BLACK, B. S. The core institutions that support strong securities markets. *Business Lawyer* 2000. Stanford Law School. *Working Paper n. 200*. Disponível em: <<http://papers.ssrn.com/paper>>. Acesso em: 30 maio 2010.

BM&FBOVESPA. *Empresas listadas*. 2010. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/cias-listadas/empresas-listadas/BuscaEmpresaListada.aspx?idioma=pt-br>>. Acesso em: 10 jul. 2010.

\_\_\_\_\_. *BM&FBovespa a nova bolsa*. 2010a. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/home.aspx?idioma=pt-br>>. Acesso em: 15 jul. de 2010.

BOVESPA. *Bovespa divulga balanço de 2007, 2008*. Disponível em:

<[http://www.acionista.com.br/bovespa/040108\\_balanco\\_2007.htm](http://www.acionista.com.br/bovespa/040108_balanco_2007.htm)>. Acesso em: 23 jun. 2008.

BUENO, A. F. Problemas de disclosure no Brasil. O caso das empresas com ações no exterior. *Cadernos de Estudos*, São Paulo, n. 20, 1999.

CANELLAS, T.; LEAL, R.; BORTOLON, P. Evolução da estrutura de controle das empresas brasileiras de capital aberto 2004-2006. *Coppead/UFRJ Working Paper*, 2008.

CANTIDIANO, L. L. *Reforma da Lei das S. A. – Comentada*. Rio de Janeiro: Renovar, 2002.

CARVALHAL-DA-SILVA, A. L. *Governança corporativa e decisões financeiras no Brasil*. Rio de Janeiro: Mauad, 2005.

CARVALHO, A. G. de. Governança corporativa no Brasil em perspectiva. *Revista de Administração*, São Paulo, v. 37, n. 3, p. 19-32, jul./set. 2002.

DANTAS, J. A.; ZENDERSKY, H. C.; NIYAMA, J. K. A dualidade entre os benefícios do disclosure e a relutância das organizações em aumentar o grau de evidenciação. In: ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO – ENANPAD, 28., 2004, Curitiba. *Anais...* Rio de Janeiro: Anpad, 2004. CD-ROM.

DAVIS, G. E.; THOMPSON, T. A. A social movement perspective on corporate control. *Administrative Science Quarterly*, v. 39, n. 1, p. 141-173, 1994.

GOMPERS, P.; ISHII, J.; METRICK, A. Corporate governance and equity prices. *Quarterly Journal of Economics*, v. 118, n. 1, p. 117-155, 2003.

GORGA, E. A cultura brasileira como fator determinante na governança corporativa e no desenvolvimento do mercado de capitais. *Revista de Administração*, São Paulo, v. 39, n. 4, p. 309-326, out./dez. 2004.

\_\_\_\_\_. Changing the paradigm of stock ownership from concentrated towards dispersed ownership? Evidence from Brazil and consequences for emerging countries. *Cornell Law School and Fundação Getúlio Vargas Law School*. São Paulo: Working Paper, 2008. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1121037>>. Acesso em: 22 jul. 2010.

HART, O. Corporate governance: some theory and implications. *The Economic Journal*, v. 105, n. 430, p. 678-689, 1995.

HENDRISKSEN, E. S.; VAN BREDA, M. F. *Teoria da contabilidade*. Tradução da 5. ed. americana por Antônio Zoratto Sanvicente. São Paulo: Atlas, 1999.

IBGC. *Uma década de governança corporativa*. São Paulo: Saraiva, 2006.

\_\_\_\_\_. *Código das melhores práticas de governança corporativa*. 4. versão. 2009. Disponível em: <[www.ibgc.org.br](http://www.ibgc.org.br)>. Acesso em: 10 jun. 2010.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, v. 3, p. 305-360, July 1976.

\_\_\_\_\_. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers, *American Economic Review*, v. 76, p. 323-329, 1986.

JOHNSON, S. et al. Corporate governance in the financial crisis. *Journal of Financial Economics*, v. 58, p. 141-186, 2000.

KAPPLER, L.; LOVE, I. Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. World Bank Policy Research, *Working Paper n. 2.818*, April, 2002. Disponível em:

<[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=303979#PaperDownload](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=303979#PaperDownload)>. Acesso em: 12 jun. 2010.

KING, R.; LEVINE, R. Finance and growth: Schumpeter might be right. *Quarterly Journal of Economics*, v. 108, p. 716-737, 1993.

KLEIN, B. Contracting cost and residual claims: the separation of ownership and control. *Journal of Law & Economics*, v. 26, 1983.

KPMG. *Resultado da pesquisa 2004 sobre gerenciamento de riscos e governança corporativa*. Disponível em:

<[http://kpmg.com.br/publicacoes/advisory/ras/iarcs/IAS\\_site.pdf](http://kpmg.com.br/publicacoes/advisory/ras/iarcs/IAS_site.pdf)>. Acesso em: 10 set. 2007.

LA PORTA, R. et al. Legal determinants of external finance. *Journal of Finance*, Malden, v. 52, n. 3. p. 1.131-1.150, July 1997.

\_\_\_\_\_. Law and finance. *Journal of Political Economy*, v. 106, p. 1.113-1.115, 1998.

\_\_\_\_\_. Investor protection and corporate valuation. *Journal of Finance*, Oxford, v. 57, n. 3, 2002.

LEAL, R. P. C.; CARVALHAL-DA-SILVA, A. L.; VALADARES, S. M. Estrutura de controle das companhias brasileiras de capital aberto. *Revista de Administração Contemporânea*, v. 6, n. 1, p. 7-18, 2002.

LEVINE, R.; ZERVOS, S. Stock markets, banks, and economic growth. World Bank, Police Research Department, *Working Paper*, 1.690, 1996. Disponível em:

<[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=60141#PaperDownload](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=60141#PaperDownload)>. Acesso em: 13 abr. 2010.

LODI, J. B. *Governança corporativa: o governo da empresa e o conselho de administração*. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

MITTON, T. A cross-firm analysis of the impact of corporate governance on the East Asian financial crisis. *Journal of Financial Economics*, v. 64, 2002.

NENOVA, T. The value of corporate votes and control benefits: a cross-country analysis. World Bank, 2000, *Social Science Research Network*. Disponível em:

<[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=237809](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=237809)>. Acesso em: 12 maio 2010.

OLIVEIRA, F. A. Abertura de capital: vantagens e desvantagens. *Revista Relações com investidores*, n. 112, p. 26-27, jun. 2007.

PEIXE, F. C. D. *Novo mercado: obstáculos e atrativos para as empresas do nível 1 de governança corporativa*. São Paulo, 2003. Dissertação (Mestrado em Administração) – Programa de Pós-Graduação em Administração, Departamento de Administração, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

REVISTA CAPITAL ABERTO. *Guia prático para as instruções 480 e 481*. Suplemento especial, n. 14, p. 1-22, fev, 2010.

ROCCA, C. A.; CARVALHO, A. G. *Mercado de capitais e o financiamento das empresas abertas*. Relatório de pesquisa. São Paulo: Fipe/Abrasca, 1999.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.

SIFFERT FILHO, N. Governança corporativa: padrões internacionais e evidências empíricas no Brasil nos anos 90. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 9, jun. 1998.

SILVEIRA, A. M. *Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil*. São Paulo: Saint Paul Institute of Finance, 2005.

\_\_\_\_\_. As duas faces do modelo brasileiro. *Revista Capital Aberto*, n. 73, p. 70-71, setembro, 2009.

\_\_\_\_\_. *Governança corporativa no Brasil e no mundo*. Teoria e Prática. Rio de Janeiro: Campus, 2010

THE ECONOMIST & KPMG. Corporate governance: business under scrutiny. London: *The Economist Intelligence Unit*, 2003. Disponível em: <[http://www.kpmg.com.cn/en/virtual\\_library/Risk\\_advisory\\_services/Business\\_under\\_scrutiny.pdf](http://www.kpmg.com.cn/en/virtual_library/Risk_advisory_services/Business_under_scrutiny.pdf)>. Acesso em: 7 nov. 2007.

VERGARA, Sylvia C. *Projetos e Relatórios de Pesquisa em Administração*. 3 ed. São Paulo: Atlas, 2000.