



**UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO, ATUÁRIA,
CONTABILIDADE E SECRETARIADO EXECUTIVO
CURSO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS**

ANDRÊSSA DE VASCONCELOS LIMA

**UMA ANÁLISE DO NÍVEL DE ADOÇÃO DE BOAS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA
CORPORATIVA PELAS EMPRESAS BRASILEIRAS**

FORTALEZA

2014

ANDRÊSSA DE VASCONCELOS LIMA

**UMA ANÁLISE DO NÍVEL DE ADOÇÃO DE BOAS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA
CORPORATIVA PELAS EMPRESAS BRASILEIRAS**

Monografia apresentada à Faculdade de Economia, Administração, Atuária, Contabilidade e Secretariado Executivo, como requisito parcial para obtenção do grau de Bacharel em Ciências Contábeis.

Orientador: Prof. Dr. Vicente Lima Crisóstomo

FORTALEZA

2014

ANDRÊSSA DE VASCONCELOS LIMA

**UMA ANÁLISE DO NÍVEL DE ADOÇÃO DE BOAS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA
CORPORATIVA PELAS EMPRESAS BRASILEIRAS**

Monografia apresentada à Faculdade de Economia, Administração, Atuária, Contabilidade e Secretariado Executivo, como requisito parcial para obtenção do grau de Bacharel em Ciências Contábeis.

Data da aprovação ____/____/____

BANCA EXAMINADORA

Professor Vicente Lima Crisóstomo, Dr.

Professor Érico Veras Marques, Dr.

Professor Jocildo Figueiredo Correia Neto, Dr.

A Deus.

A minha mãe, Margarida.

AGRADECIMENTOS

A Deus, que é o meu sustento e fortaleza nas lutas da vida.

Ao professor e orientador Vicente Lima Crisóstomo por seu incentivo e apoio no decorrer da minha vida acadêmica, e principalmente, por sua paciência e calma em todos os momentos.

A minha família, que é meu pilar e maior torcedora, compartilhando dos meus ideais e acreditando sempre na minha vitória.

Aos amigos, pelo incentivo e apoio durante a realização deste trabalho.

A família de amigos, que pude construir durante a graduação, pela amizade, ajuda e o apoio que foram essenciais durante todos esses anos.

E aos demais que, de alguma forma, contribuíram na elaboração desta monografia.

“Tudo é possível ao que Crê”. (Mc 9,23)

RESUMO

Nos últimos anos, várias mudanças tornaram necessária a utilização de métodos que melhorassem a qualidade da gestão das companhias. A Governança Corporativa surge como resposta a essas mudanças, e desde então vem sendo difundida e se firmando nas organizações. No Brasil, as instituições de mercado (IBGC, CVM e BM&FBOVESPA) passaram a estimular a adoção de boas práticas de Governança Corporativa. Destaca-se a elaboração do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC, a Cartilha de Boa Governança da CVM, e a criação dos níveis diferenciados de negociação na BOVESPA. Este trabalho tem como objetivo saber como está o conjunto de boas práticas de Governança Corporativa da empresa brasileira. Para tanto, fez-se um estudo descritivo de características de Governança Corporativa usando-se como amostra as 100 maiores companhias do Brasil. A metodologia adotada na pesquisa foi de caráter descritivo, qualitativo-quantitativo e documental. Os resultados da pesquisa mostram um avanço e uma tendência das empresas brasileiras no sentido de adoção de boas práticas de Governança Corporativa. Vale ressaltar, a adesão voluntária de 80% das companhias aos níveis diferenciados da BOVESPA. As companhias já estão deixando de emitir ações preferenciais. A composição do Conselho de Administração, na maioria das empresas, atende ao recomendado pelas instituições de mercado. Os gestores estão recebendo incentivos que podem melhorar a qualidade da gestão. Em seu conjunto, os resultados sinalizam que a empresa brasileira apresenta bom conjunto de práticas de Governança Corporativa, embora ainda haja espaços para aprimoramentos.

Palavras-chave: Governança Corporativa. Brasil. Recomendações de Mercado.

ABSTRACT

In recent years, several changes made necessary to use methods to improve the quality of company management. Corporative governance appears as a response to these changes, and since then, it has been widespread and established in organizations. In Brazil, market institutions (IBGC, CVM and BM & FBOVESPA) began to encourage to adoption of good Corporative Governance practices. Emphasize the development of the Code of the Best Practices of Corporative Governance of IBGC, the primer of Good Governance of CVM, and the creation of different levels of trading in the BOVESPA. This study aims to know how the set of good Corporate Governance practices of the Brazilian company is. For this, was realized a descriptive study about characteristics of corporate governance using as sample the 100 largest companies in Brazil. The methodology used in the study was descriptive, qualitative-quantitative and documentary. The search results show an improvement and a trend of Brazilian companies to adopt good corporative governance practices. It is noteworthy, the voluntary accession of 80% of companies with different levels of BOVESPA. Companies are already ceasing to issue preferred shares. The composition of the Board of Directors, in most companies, attends to recommended by market institutions. Managers are receiving incentives that can improve the quality of management. Taken together, the results indicate that the Brazilian company has good set of corporative governance practices, although there is still room for improvements.

Keywords: Corporative governance. Brazil. Market recommendations.

LISTA DE FIGURAS, QUADROS E TABELAS

Figura 1 - A governança corporativa em diferentes agrupamentos conceituais: a amarração a quatro valores fundamentais	18
Quadro 1 - Uma síntese comparativa: qualificações das abordagens de governança, quanto à abrangência dos propósitos corporativos	19
Quadro 2 - As grandes mudanças no ambiente político do Brasil e na orientação estratégica da economia nacional: os impactos no mundo corporativo.....	21
Quadro 3 - Comparativo entre os segmentos de listagem da Bovespa.....	35
Quadro 4 - Síntese das recomendações utilizadas na pesquisa	36
Tabela 1- Número de empresas da amostra por ano.....	41
Tabela 2 - Distribuição das empresas por setor	41
Tabela 3 - Distribuição das empresas por segmentos de listagem	42
Tabela 4 - Adoção de boas práticas de governança relativas à assembleia.....	43
Tabela 5 - Adoção de boas práticas de governança relativas às ações	44
Tabela 6 – <i>Tag Along</i> das ações ordinárias e preferenciais	44
Tabela 7 – Tipo de voto das ações ordinárias e preferenciais	45
Tabela 8 - Adoção de boas práticas de governança relativas à <i>disclosure</i> voluntária.....	46
Tabela 9 – Evolução anual da divulgação do Código de Conduta pelas empresas brasileiras...46	
Tabela 10 - Adoção de boas práticas de governança relativas à transparência	47
Tabela 11 - Adoção de boas práticas de governança relativas à auditoria	47
Tabela 12 – Medidas estatísticas relativas à composição do Conselho de Administração	48
Tabela 13 - Adoção de boas práticas de governança relativas ao Conselho de Administração.....	49
Tabela 14 - Adoção de boas práticas de governança relativas à Diretoria Executiva.....	50
Tabela 15 – Prazo de Convocação IBGC x Transmissão Eletrônica	51
Tabela 16 – Comunicação Eletrônica x Prazo de Convocação IBGC.....	51
Tabela 17 – Remuneração Variável x Avaliação da Diretoria	52
Tabela 18 – Avaliação do Conselho x Avaliação da Diretoria.....	53
Tabela 19 – Reputação da Empresa de Auditoria x Serviços extra-auditoria	53
Tabela 20 – Conselho Fiscal x Remuneração Variável x Avaliação da Diretoria	54
Tabela 21 – Remuneração Variável x <i>Stock Options</i>	54
Tabela 22 – Avaliação e Independência do Conselho por segmento de listagem.....	55

LISTA DE SIGLAS

ADR – *American Depository Receipt* (Certificado Americano de Depósito de Ações)

BM&F – Bolsa de Mercadorias e Futuros

BOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

DFC – Demonstração dos Fluxos de Caixa

DFPs – Demonstrações Financeiras Padronizadas

DVA – Demonstração do Valor Adicionado

IANs – Informações Anuais

IASB – *International Accounting Standards Board* (Comitê de Normas Internacionais de Contabilidade)

IASC - *International Accounting Standards Committee* (Comitê de Normas Internacionais de Contabilidade)

IBCA – Instituto Brasileiro dos Conselheiros de Administração

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa

IGC – Índice de Governança Corporativa

IPO – *Initial Public Offering* (Oferta Pública Inicial)

ITRs – Informações Trimestrais

SABESP - Companhia de Saneamento Básico do Estado de São Paulo

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	11
2 GOVERNANÇA CORPORATIVA	14
2.1 O Problema de Agência	14
2.2 Conceitos de Governança Corporativa	16
2.3 A Governança Corporativa no Brasil.....	200
2.3.1 Recomendações de Governança Corporativa do IBGC	244
2.3.2 Recomendações de Governança Corporativa da CVM.....	277
2.3.3 Recomendações de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA	300
2.3.4 Recomendações Utilizadas na Pesquisa.....	366
3 METODOLOGIA	38
3.1 Amostra e Coleta de dados	39
4 ANÁLISE DOS RESULTADOS	41
4.1 Análise das Práticas de Governança Corporativa	42
4.2 Associações entre as práticas de Governança Corporativa.....	50
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	57
REFERÊNCIAS	59

1 INTRODUÇÃO

O mercado brasileiro ainda deixa a desejar no que diz respeito ao financiamento da produção e incentivo a novos investimentos. A estrutura de Governança Corporativa é importante para o crescimento da empresa. Companhias que adotam as boas práticas de governança tendem a ter maior capacidade de financiamento e apresentam melhores medidas de proteção aos seus acionistas. A Governança Corporativa surgiu como um sistema de proteção e controle dentro das organizações e desde a década de 90 passou a ser mais difundida e vem se firmando.

A discussão sobre Governança Corporativa surgiu a partir do conflito de interesses existente entre os acionistas e gestores. Esse conflito é resultante da separação entre propriedade e gestão, uma vez que os fornecedores de recursos financeiros não são os mesmos que tomam as decisões dentro da organização. Esse é o chamado Problema de Agência.

A Governança Corporativa consiste no sistema de controle interno utilizado pela empresa como uma ferramenta de gestão para estabelecer direitos e responsabilidades de diretores executivos e membros do conselho de administração. Estudos em diferentes mercados têm mostrado avanços na adoção de boas práticas de Governança Corporativa e seus possíveis efeitos positivos para a empresa.

O tema é de grande relevância nos dias atuais uma vez que a adoção de boas práticas de Governança Corporativa visa à melhoria da gestão e a sinalização disto no mercado como forma de diminuir os custos de capital e ampliar a capacidade de financiamento da empresa. Conforme Silveira, Barros e Famá (2003), a importância do tema é crescente, por ser bem difundida a hipótese de que a estrutura de governança afeta a qualidade da gestão e, conseqüentemente, o desempenho financeiro da empresa.

As iniciativas de estímulo e aperfeiçoamento das práticas de Governança Corporativa vêm sendo implantadas no mercado brasileiro para uma melhoria do modelo de governança no país. Dentre essas iniciativas podemos destacar a criação do Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração (IBCA) em 1995, que depois passou a ser chamado de Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC). O IBGC editou o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa em 1999. Outra iniciativa foi a criação dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa e do Novo Mercado em 2000 pela Bolsa de Valores do Estado de São

Paulo (BOVESPA) e o lançamento da Cartilha de Boa Governança pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) em 2002.

As recomendações do IBGC, da CVM e da BOVESPA vão além da legislação, são características e práticas mais rígidas a serem adotadas voluntariamente pelas empresas. Assim, as companhias que optarem pela adoção voluntária de um maior número de práticas de governança terão maior confiança por parte dos acionistas facilitando a obtenção de mais recursos para o investimento em suas atividades empresariais, como também reduzindo o conflito de interesses.

Dentro do sistema de governança existem vários mecanismos de controle e aprimoramento das práticas de gestão. Neste trabalho serão abordadas as principais recomendações das instituições de mercado que regulamentam a Governança Corporativa no Brasil. Busca-se então responder a seguinte questão: Como está o conjunto de práticas de Governança Corporativa da empresa brasileira?

Para responder a pergunta foi traçado o seguinte objetivo geral: analisar o nível de adoção das boas práticas de Governança Corporativa adotadas pela empresa brasileira. Para atingir o objetivo geral, foram também definidos outros dois objetivos específicos:

- Apresentar as recomendações de boas práticas de Governança Corporativa;
- Analisar, a partir dos dados coletados, as boas práticas de Governança adotadas pelas empresas brasileiras.

Para tanto, será realizada uma pesquisa descritiva a partir da caracterização das recomendações do IBGC, da CVM e da BOVESPA, bem como das práticas adotadas pelas empresas brasileiras. A abordagem da pesquisa será de caráter qualitativo por tentar compreender, a partir das informações adquiridas, o grau de adoção das boas práticas de Governança Corporativa pela empresa brasileira.

A coleta de dados foi realizada com base na pesquisa documental utilizando como principal ferramenta os formulários de referência disponibilizados no Sistema de Divulgação Externa ITR/DFP/IAN da CVM.

O trabalho encontra-se estruturado da seguinte maneira: além desta introdução que apresenta a importância da Governança Corporativa na realidade das empresas brasileiras, tem-se a seção dois sobre governança de um modo geral, onde serão abordados o Problema de Agência, os conceitos, a evolução no Brasil, e as recomendações do IBGC, da CMV e da BM&FBOVESPA. Na seção seguinte apresenta-se a metodologia utilizada no trabalho, tipo de pesquisa realizada, a amostra, coleta e tratamento dos dados. Em seguida, a análise dos

resultados de acordo com as recomendações e práticas adotadas pelas companhias em análise, seguida da conclusão com as contribuições do trabalho.

2 GOVERNANÇA CORPORATIVA

2.1 O Problema de Agência

A necessidade de aprimoramento das práticas de governança resultou da possível expropriação de riqueza dos acionistas por parte dos gestores. Esse problema surgiu a partir do momento em que houve a separação entre a propriedade e a gestão, e então, passou-se a outorgar tarefas aos gestores profissionais. Estes são contratados com a função de corresponder aos anseios de retorno e de maximizar a riqueza dos acionistas, assim como de dar continuidade à organização e de promover o seu crescimento.

A realidade corporativa tem mostrado que nem sempre os anseios dos proprietários são atendidos, uma vez que, os gestores contratados também têm os seus interesses próprios e procurarão maximizá-los. Desse modo, o problema de agência ocorre quando os executivos tomam decisões com o intuito de maximizar sua utilidade pessoal e não a riqueza dos acionistas, motivo pelo qual são contratados. Jensen e Meckling (1976) definem um relacionamento de agência como um contrato entre pessoas, no qual uma das partes é chamada de principal e a outra de agente. O principal irá designar tarefas ao agente, que irá desempenhá-las, envolvendo a delegação de autoridade para a tomada de decisão em seu favor. De acordo com os autores, existe um contrato entre as duas partes, no qual o acionista entrega o seu poder de tomar decisões na organização à outra pessoa, que deverá realizar tarefas visando os interesses do seu contratante.

Andrade e Rossetti (2009) ressaltam que os acionistas tornaram-se agentes principais e outorgantes, focados em decisões financeiras, carteiras de máximo retorno, diversificação de riscos de aplicações; e os gestores agentes executores e outorgados, focados em decisões empresariais, domínio do negócio, estratégias e operações.

A essência do problema de agência é o conflito de interesses que surge a partir da separação entre a propriedade e o controle, o que torna difícil a garantia para os investidores de que seus fundos não serão expropriados ou perdidos em projetos não rentáveis. Para os investidores é necessário que haja segurança no negócio feito com a organização, para que seus recursos tenham o melhor retorno possível.

De acordo com Jensen e Meckling (1976) inexistem agentes perfeitos, pois a natureza humana conduz os indivíduos a maximizarem as suas próprias preferências e os seus próprios

objetivos, o que os torna indiferente entre maximizar os seus próprios objetivos e os de terceiros. Por isso, emerge o problema de agência nas organizações, pois ao visarem os seus interesses próprios os agentes contratados esquecem-se de cumprir o que foi acordado e que é almejado pelo acionista: a maximização da sua riqueza.

Além disso, existe a visão contratual que se baseia na ideia de que a firma é um nexo de contratos que envolvem acionistas, gestores, clientes, fornecedores e trabalhadores. Segundo Andrade e Rossetti (2009) esses termos contratuais devem ser assinados por acionistas e executivos especificando o que os gestores devem fazer com os recursos da empresa. Em contrapartida, os gestores deveriam assinar um contrato que especificasse o que deveriam fazer a cada instante e como deveria ser alocado o excesso de caixa nas possíveis contingências. Ocorre que, muitas contingências são difíceis de serem previstas, por isso nem todos os contratos podem ser cumpridos.

No contexto de agência outorga-se aos gestores, mais do que a execução de ações previsíveis, o direito residual de controle da empresa, que é resultante do livre arbítrio para a tomada de decisões sobre eventos não previstos. Porém, é a partir daí que os gestores podem estar mais a serviço dos seus próprios objetivos do que dos acionistas, gerando conflitos de agência. Dentro desse paradigma, a adoção de mecanismos que forçassem os gestores profissionais a protegerem os interesses dos acionistas significaria uma boa governança empresarial (ANDRADE; ROSSETTI, 2009).

Além do conflito de agência entre gestores e acionistas, existe outro tipo de conflito, que é quando a propriedade é concentrada nas mãos de poucos acionistas majoritários. De acordo com Cuervo (2004) esse problema surge quando os acionistas majoritários utilizam sua participação para a obtenção de benefícios próprios. Nesse caso, a questão da agência é entre os acionistas majoritários e minoritários, o que ocorre com mais frequência nos países em que a propriedade é concentrada e o mercado é imaturo em relação às fontes de capitalização das empresas. Dentre os exemplos de oportunismos que podem ser atribuídos aos acionistas controladores, podemos destacar: o uso de informações privilegiadas, auto nomeações ou nepotismo para cargos de alta chefia, participações acionárias cruzadas e expropriação da riqueza em detrimento dos minoritários.

Atualmente nas organizações a garantia dos seus direitos não é mais exigida só pelo proprietário contra o oportunismo do gestor, mas os acionistas minoritários também devem se preocupar com medidas protetivas para evitarem que seus direitos, riqueza e seu retorno sejam expropriados pelos majoritários.

2.2 Conceitos de Governança Corporativa

As razões fundamentais do despertar da Governança Corporativa foram os conflitos de agência entre os gestores e acionistas, bem como aqueles resultantes da estrutura de propriedade acionária que ensejam o conflito entre acionistas minoritários e acionistas majoritários. Segundo Cuervo (2004) esse conflito entre acionistas controladores e minoritários se explica, por exemplo, pelos prêmios de controle pagos nas últimas negociações. Somaram-se ainda outros fatores internos das corporações que exigiam mudanças nas práticas da gestão, além dos aspectos externos à organização.

A Governança Corporativa pode ser tratada em diferentes abordagens pelos diversos autores que descrevem sobre o tema. Bertucci, Bernardes e Brandão (2006, p.185) afirmam que: “A Governança Corporativa é um construto e, portanto, não pode ser explicada por um único conceito, mas por intermédio de construções teóricas que envolvem vários campos de conhecimento”. Por isso, serão apresentados diversos conceitos sobre o tema, sob diferentes perspectivas.

Conforme descreve Silveira (2004), a discussão de aprimoramento da Governança Corporativa surgiu como resposta aos diversos relatos sobre expropriação da riqueza dos acionistas por parte dos gestores, que é o Problema de Agência. Esse ponto é um dos principais discutidos em relação à origem da governança. Nesse sentido, Gilson (2000) considera o sistema de Governança como determinante dos termos de um contrato de acionistas, os quais mencionam que os administradores são dotados de autonomia para gerenciar os negócios da companhia e os acionistas devem receber o lucro resultante das operações da empresa.

Para Silveira e Barros (2008), a Governança Corporativa pode ser vista como o conjunto de mecanismos que visam aumentar a probabilidade dos fornecedores de recursos garantirem para si o retorno sobre seu investimento. Da mesma forma, expõem Shleifer e Vishny (1997), que a Governança Corporativa trata da maneira como os fornecedores de capital asseguram o retorno de seu investimento.

Silva, E. (2006) acrescenta que governança é um conjunto de práticas que tendem a melhorar o desempenho da companhia e facilitar o acesso ao capital, a partir da proteção aos investidores, empregados e credores. Na mesma linha de raciocínio, conceitua La Porta et al. (2000) que a Governança Corporativa é o conjunto de mecanismos que irá proteger os investidores externos da expropriação pelos internos que são os gestores e acionistas controladores.

Observa-se que o conceito de Governança Corporativa varia de acordo com o objetivo e o interesse de cada parte envolvida no processo organizacional, bem como, depende também da visão da empresa quanto à necessidade de adoção das boas práticas de Governança Corporativa. Dessa forma, os mecanismos de governança visam a harmonização dos interesses dos gestores aos de todos os acionistas, a partir da diminuição da assimetria de informações e minimização dos problemas decorrentes do conflito de agência.

Podemos encontrar um conceito mais amplo em Oliveira (2006) que apresenta a governança como um conjunto de práticas administrativas com a finalidade de melhorar o desempenho da organização, proteger as partes interessadas e facilitar o acesso às informações básicas, melhorando assim o modelo de gestão da organização.

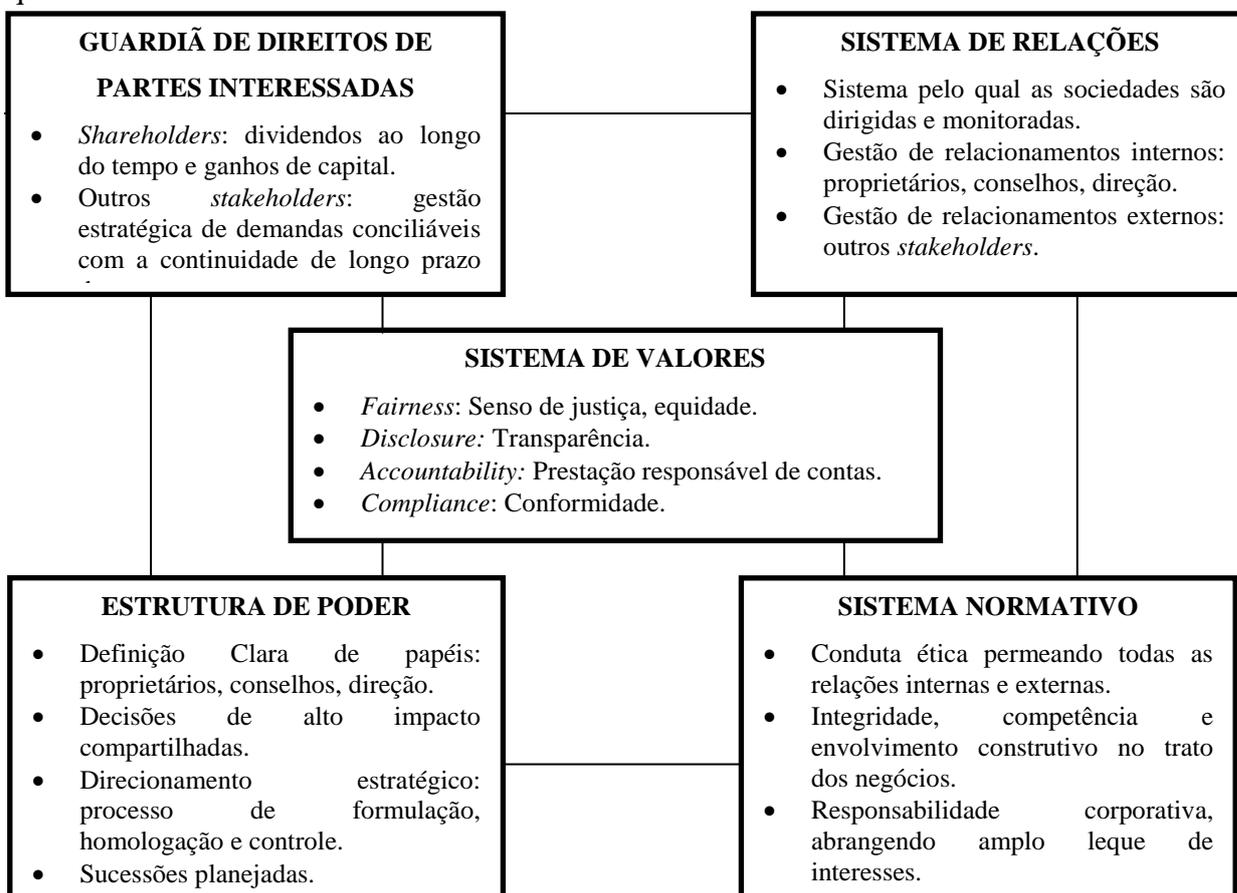
Terra e Lima (2006) descrevem que a Governança Corporativa está intrinsecamente ligada ao processo decisório dentro de uma empresa, sendo o Conselho de Administração peça imprescindível a qualquer sistema de boa governança. Desse modo, Jensen (2001a) complementa afirmando que a governança é a estrutura de controle de alto nível, que consiste dos direitos de decisão do Conselho de Administração e do diretor executivo, bem como dos procedimentos para alterá-los, do tamanho e composição do Conselho e da compensação e posse de ações dos gestores e conselheiros.

A Governança Corporativa está relacionada aos mecanismos que governam o processo decisório dentro da organização e o Conselho de Administração é um dos principais componentes dentro desse processo, devendo zelar pela transparência, integridade e prestação de contas da companhia e de sua gestão. Assim, pode-se observar que a governança é uma forma dos fornecedores de recursos garantirem o retorno sobre o seu investimento por meio de um conjunto de mecanismos que inclui o Conselho de Administração.

Andrade e Rossetti (2009) sintetizam em quatro grupos a diversidade de conceitos mais sintonizados com os processos e os objetivos de alta gestão. Grupos que olham a governança como: guardião de direitos das partes que tem interesse nas organizações; sistema de relações que dirige e monitora as sociedades; estrutura de poder que se observa nas corporações; e por fim, sistema normativo que rege as relações internas e externas das companhias. Além disso, os autores destacam os valores essenciais que dão sustentação à Governança Corporativa e estão presentes nos conceitos usuais sobre o tema: *fairness* – senso da justiça, equidade no tratamento dos acionistas; *disclosure* – transparência das informações; *accountability* – prestação responsável de contas; *compliance* – conformidade no cumprimento de normas reguladoras. A

Figura 1 sintetiza os diferentes agrupamentos conceituais amarrados aos quatro valores fundamentais da Governança Corporativa.

Figura 1 – A governança corporativa em diferentes agrupamentos conceituais: a amarração a quatro valores fundamentais



Fonte: Andrade e Rossetti (2009, p. 142)

A Comissão de Valores Mobiliários – CVM ao publicar, em 2002, sua cartilha intitulada *Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa* definiu o tema como sendo “o conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital”. Afirma ainda que “a análise das práticas de governança corporativa aplicada ao mercado de capitais envolve, principalmente: transparência, equidade de tratamento dos acionistas e prestação de contas”.

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC (www.ibgc.org.br) conceitua o seguinte:

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. As boas práticas de governança corporativa convertem princípios em recomendações objetivas, alinhando

interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor da organização, facilitando seu acesso ao capital e contribuindo para a sua longevidade.

As duas definições das instituições de mercado ressaltam a otimização do valor da organização a partir da adoção das boas práticas de governança. Além disso, o IBGC enfatiza a necessidade de alinhar os interesses da organização a fim de contribuir para a sua longevidade e preservar a organização.

Alguns autores, como Andrade e Rossetti (2009), expõem duas abordagens diferentes de Governança Corporativa, porém elas não são mutuamente excludentes. Esses modelos praticados em diferentes países são provenientes do perfil histórico, cultural, econômico e institucional de cada país em que predominam (SILVA, E., 2006). Isso também se deve à formação econômica dos países, incluindo a maturidade do seu sistema financeiro e desenvolvimento do seu mercado de capitais, a forma dominante de propriedade e de financiamento das empresas. No Quadro 1 Andrade e Rossetti (2009) sintetizam as qualificações diferenciadoras desses dois modelos.

Abordagens	Qualificações diferenciadoras
Shareholders Oriented	<ul style="list-style-type: none"> • Exemplos de países em que a abordagem tende a ser enfatizada: Estados Unidos, Inglaterra e Canadá. • Objetivos corporativos mais estritamente vinculados aos interesses dos acionistas: máximo retorno total do capital investido. • Indicadores de desempenho centrados em demonstrações patrimoniais e financeiras. • Foco em oportunidades de crescimento e em riscos corporativos: identificações e avaliações como funções complementares da governança. • Direito de propriedade inquestionável: conflitos de agência como raízes das práticas de governança. • Proprietários representados nos órgãos internos de governança. • Gestores avaliados pelas decisões que maximizam a riqueza dos proprietários.
Stakeholders Oriented	<ul style="list-style-type: none"> • Exemplos de países em que a abordagem tende a ser enfatizada: Alemanha - acionistas, credores e trabalhadores; Japão - acionistas, credores, trabalhadores e conglomerados integrados em cadeias de negócios. • Objetivo corporativo: conciliação de conjunto ampliado de interesses. • Proprietários e outros <i>stakeholders</i> representados nos órgãos internos de governança. • Leque mais aberto de públicos-alvo integrados nos propósitos estratégicos das corporações. • Além dos resultados patrimoniais e financeiros (que se mantêm essenciais), olhos voltados também para um conjunto ampliado de indicadores de desempenho.

Quadro1- Uma síntese comparativa: qualificações das abordagens de governança, quanto à abrangência dos propósitos corporativos.

Fonte: Andrade e Rossetti (2009, p. 128)

Os dois tipos de governança apresentados são *shareholder* e *stakeholder*. O primeiro tem foco nos acionistas e gestores com relação ao valor, riqueza e retorno sendo pioneiro nos Estados Unidos e Reino Unido. Já o segundo tem maior abrangência, pois além dos interesses dos acionistas, consideram-se também outras partes interessadas (internas e externas) na

organização. Jensen (2001b) enfatiza a importância que a empresa deve dar aos *stakeholders*, pois ela não maximizará o seu valor se ignorar o interesse deles.

Para Rocha e Damasceno (2006), não existe um único conceito sobre o tema, pois a governança abriga diversos ângulos de observação de acordo com cada realidade. A companhia tem a Governança Corporativa como um sistema de controle e transparência, já para os executivos é mais responsabilidade e compromisso, enquanto que para os acionistas trata-se de democracia e justiça, e para os investidores é proteção e segurança.

Andrade e Rossetti (2009) fazem uma síntese das definições de governança como um conjunto de princípios, propósitos, processos e práticas que rege o sistema de poder e de gestão de uma organização, buscando a maximização da riqueza dos proprietários, bem como o interesse de outras partes, minimizando oportunismos conflitantes com este fim.

A partir de todas essas definições pode-se chegar a um ponto comum, definindo a Governança Corporativa como um conjunto de práticas que protegem os acionistas das organizações e podem diminuir os possíveis conflitos de interesse existentes nas companhias, com o objetivo de aumentar o valor da empresa, garantir retorno aos seus acionistas e reduzir o custo de capital.

2.3 A Governança Corporativa no Brasil

Diante do crescimento e da profissionalização o mercado passou a exigir novas práticas por parte das organizações, levando-as a repensar em seus modelos de gestão. É dentro desse contexto que o conceito de governança corporativa ganha importância (SILVA, E.,2006).

Um conjunto de forças externas e internas, que vão desde o macroambiente global até o nacional, tornam-se responsáveis pelos princípios, processos, estrutura de poder e práticas de governança adotadas efetivamente no Brasil. Andrade e Rossetti (2009) afirmam que a aderência do modelo de governança do país às condições do macroambiente global depende do alinhamento da estratégia econômica nacional com a economia mundial, e do grau de internacionalização das companhias que operam no país. Já em relação à aderência às condições internas estabelecidas pelos órgãos reguladores, depende de um lado, do grau de *enforcement* dos estatutos legais e das regulamentações, de outro lado do poder de pressão das forças ativistas e das condições estruturais das companhias.

Conforme Andrade e Rossetti (2009) as mudanças observadas na economia e nas condições gerais de operação das companhias brasileiras nos últimos quinze anos estiveram

alinhas às mudanças globais, gestadas na transição da década de 70 para a de 80 e desencadeadas desde o início dos anos 90. Os autores apresentam no Quadro 2 uma síntese das transformações mais importantes no país nos anos 90 e na transição para o século XXI, comparando com as condições praticadas nas décadas precedentes.

	Décadas precedentes	Anos 90	Transição para o século XXI
O AMBIENTE POLÍTICO	<ul style="list-style-type: none"> • Movimento centrífugo: posições ideológicas extremadas. • Sistema bipartidário. • Estado ditatorial. • Autoritarismo e centralismo decisório. • Continuísmo: sistema fechado de poder. 	<ul style="list-style-type: none"> • Reorientação centrípeta: redução das distâncias ideológicas. • Sistema pluripartidário. • Estado de direito. • Abertura: poder compartilhado. • Disputas abertas pelo poder. 	<ul style="list-style-type: none"> • Centro como facção política modal. • Nova lógica político-partidária: interesses plurais representados. • Decisões estratégicas negociadas. • Alternância: nova estrutura de poder.
A ORIENTAÇÃO ESTRATÉGICA	<ul style="list-style-type: none"> • Nacionalismo: doutrina de soberania e segurança. • Estatização: a acupação de "espaços vazios" na estrutura produtiva. • Protecionismo exacerbado. • Preferência por exigíveis na estrutura de capitalização. • Modelo estratégico de autossuficiência. 	<ul style="list-style-type: none"> • Internacionalismo: inserção na nova ordem global. • Privatização: retroação do Estado-empresário e abertura de espaços ao setor privado. • Abertura econômica: fim das reservas de mercado. • Forte expansão dos investimentos estrangeiros diretos. • Modelo estratégico de integração. 	<ul style="list-style-type: none"> • Revisão crítica do modelo de inserção global: negociação de interesses. • Reversão do afastamento do estado: a integração dos estados provedor, indutor e interventor. • Abertura não descontinuada: fluxos reais expandidos. • Esforços para redução da vulnerabilidade externa e alcance do "grau de investimento". • Integração: maior dispersão das relações.
O ALINHAMENTO DAS EMPRESAS	<ul style="list-style-type: none"> • "Cartorização": proteção oficial de interesses privados. • Cartelização: coalizões não competitivas. • Preservação das estruturas de concorrência. • Custos em expansão: estatização, estruturas pesadas, 	<ul style="list-style-type: none"> • Desregulação: quebra de privilégios "cartoriais". • Competição: fator de sobrevivência. • Entrada de novos players. • Custos em baixa: privatizações, <i>downsizing</i>, reengenharia de processos. • Eficiência gerencial 	<ul style="list-style-type: none"> • Regulação: conduzida por agências nacionais, em sintonia com o poder central. • Inovação e escala: fatores de sustentação da competitividade. • <i>Global players</i>: nova lógica das cadeias produtivas. • Pressões crescentes

	Décadas precedentes	Anos 90	Transição para o século XXI
	processos ineficientes. <ul style="list-style-type: none"> • Eficiência gerencial comprometida: <ul style="list-style-type: none"> ➢ Inflação Crônica. ➢ Protecionismo. • A empresa fechada: aversão a alianças e fusões. 	estimulada: <ul style="list-style-type: none"> ➢ Fim do ciclo inflacionário. ➢ Abertura dos mercados, em praticamente todos os negócios. <ul style="list-style-type: none"> • Predisposição a fusões e aquisições. 	para redução de custos sistêmicos. <ul style="list-style-type: none"> • Novos parâmetros de eficiência: <ul style="list-style-type: none"> ➢ Margens operacionais. ➢ Ganhos por global-localização

Quadro 2 – As grandes mudanças no ambiente político do Brasil e na orientação estratégica da economia nacional: os impactos no mundo corporativo.

Fonte: Andrade e Rossetti (2009, p. 397)

A partir do exposto, percebe-se que o Brasil acompanhou as mudanças globais do século XX, praticamente nas mesmas direções observadas na maior parte do mundo. Mudaram no país o ambiente político, a orientação estratégica e o alinhamento das empresas às novas condições estabelecidas.

Garcia (2005) ressalta que a partir da década de noventa, com a abertura da economia brasileira, as empresas brasileiras passaram a ter maior participação de investidores estrangeiros em seu capital, através de investimentos realizados dentro do país e de aquisição de *American Depository Receipt* (ADR) representativos de ações de companhias nacionais nas bolsas americanas. Álvares, Giacometti e Gusso (2008) acrescentam que com as privatizações, e aquisições vieram diferentes modelos de governança das empresas estrangeiras, aumentando assim a importância do tema no contexto nacional.

De acordo com o IBGC, no Brasil os conselheiros profissionais e independentes surgiram em resposta ao movimento pelas boas práticas de Governança Corporativa e à necessidade das empresas modernizarem sua alta gestão, visando tornarem-se mais atraentes para o mercado.

Em 1995 foi fundado o Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração (IBCA) destinado a colaborar com a qualidade da alta gestão das organizações brasileiras. Segundo Steinberg (2003) “constatou-se, então, que algo deveria ser feito e então se começou a idealizar uma entidade cujo foco fosse a contribuição, sem nenhum viés de negócio”.

Em 1997, houve a primeira reforma da Lei das Sociedades por Ações (Lei nº 9457/1997) tendo como principal mudança a retirada do direito de *tag along* a fim de facilitar o processo de privatização.

A partir do processo de privatização, os fundos de pensão e os investidores estrangeiros, ganharam destaque no controle de ex-estatais importantes. Desse modo, explica Silva, A.

(2006) que alguns fundos passaram a ter participação permanente e relevante nas empresas nacionais variando também suas formas de ação, a fim de ganhar uma visão de longo prazo por meio de uma postura ativa no monitoramento dos negócios da companhia.

Mais tarde, no início de 1999, a entidade passou a se chamar Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) e foi então que se publicou a primeira versão do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, que era focada somente no Conselho de Administração.

Em dezembro de 2000, a Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) lança os segmentos diferenciados de Governança Corporativa: Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. A adesão a esses níveis é optativa. As companhias que aderirem devem obedecer a determinadas práticas editadas pela BOVESPA, referente a cada nível. Soares (2003) ressalta que o objetivo da BOVESPA era fortalecer o crescimento do mercado de capitais brasileiro, buscando aumentar a proteção ao acionista minoritário e dar maior agilidade na negociação entre o acionista e as empresas. A adesão voluntária a esses Níveis Diferenciados é divulgada ao mercado como um sinal positivo em relação à empresa.

No ano seguinte, a BOVESPA cria o Índice de Governança Corporativa (IGC), com o objetivo de medir o desempenho de uma carteira composta por ações de empresas que apresentem bons níveis de governança. No mesmo ano, ocorre também a segunda reforma da Lei das Sociedades por Ações (Lei nº 10.303/2001) que trouxe o retorno parcial do direito de *tag along* para os minoritários detentores de ações ordinárias, dentre outros direitos. É neste ano, também, que ocorre a primeira revisão do Código do IBGC, que passou a contemplar os demais agentes de Governança Corporativa, como sócios, gestores, auditorias e Conselho Fiscal.

Posteriormente, em junho de 2002, a CVM lança sua cartilha com recomendações sobre Governança Corporativa voltada para companhias abertas. Ainda no mesmo ano, a CCR Rodovias e a Companhia de Saneamento Básico do Estado de São Paulo (Sabesp) ingressam pioneiramente no Novo Mercado.

Em 2004, a Natura e outras companhias também ingressam neste segmento de listagem a partir da retomada do movimento de ofertas públicas iniciais (IPO's) no Brasil. Neste ano, o IBGC lança a 3ª versão do “Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa” abordando de forma mais detalhada o papel dos diferentes públicos-alvo da governança.

Mais adiante, em 2005, as Lojas Renner tornou-se a primeira companhia brasileira de capital amplamente disperso e realiza oferta de ações. No ano seguinte, a Bovespa amplia suas

regras para a adesão aos níveis diferenciados de listagem e ocorre a primeira tentativa de aquisição hostil (aquisição da Perdigão pela Sadia).

No ano de 2008, ocorreu o escândalo da Agrenco, que optou por descumprir regras básicas da boa governança: o diretor executivo da companhia também ocupava o cargo de presidente do conselho de Administração e a falta de um conselho fiscal. O IBGC também começou a se posicionar sobre a Independência dos Conselheiros de Administração.

Em 2010, o IBGC após longas discussões adaptando as regras de governança às novas demandas do mercado, apresentou a sua última versão do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, mais uma contribuição para a criação de melhores sistemas de governança nas organizações. Nos anos seguintes as práticas continuaram sendo aperfeiçoadas pelas organizações, até mesmo por exigência do mercado em desenvolvimento. Para Silva, E. (2006) os investidores já estão dando maior atenção à governança e as organizações se preocupam com isso porque, certamente, querem ter uma boa reputação.

Silveira (2010) resume o estabelecimento da Governança Corporativa no Brasil como resultante de um conjunto de iniciativas governamentais e institucionais destacando as seguintes: a fundação do IBGC em 1995 com o lançamento do primeiro Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do país; a criação dos segmentos diferenciados de listagem pela Bovespa; o lançamento da Cartilha de Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa; e por fim, a aprovação da Lei nº 10.303/01 pelo governo brasileiro no intuito de proteger o acionista minoritário e a edição da Lei 11.638/07 que tornou obrigatória a publicação da Demonstração do Valor Adicionado (DVA) e a Demonstração do Fluxo de Caixa (DFC).

No Brasil, o assunto pode ser considerado ainda como novo, embora já tenha se desenvolvido bastante. As empresas ainda mantêm uma estrutura de propriedade e tradição familiar, com conselhos e gestão não profissional, verificando-se ainda a presença forte do acionista controlador na estrutura de propriedade (SILVA, E.,2006).

2.3.1 Recomendações de Governança Corporativa do IBGC

O IBGC é um dos órgãos, no Brasil, que apresenta normas de Governança Corporativa para serem seguidas pelas organizações. Essas recomendações são apresentadas através do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, dividido em seis capítulos: propriedade, conselho de administração, gestão, auditoria independente, conselho fiscal, e por fim, conduta e conflito de interesses.

De acordo com o (IBGC, 2009) os princípios básicos de Governança Corporativa são:

- a) transparência: não basta só informar por obrigação, mas disponibilizar para as partes interessadas as informações que sejam de seu interesse e que lhe auxiliem no processo organizacional;
- b) equidade: caracteriza-se pelo tratamento justo de todos os sócios e demais partes interessadas, sem qualquer atitude ou política discriminatória;
- c) prestação de contas com responsabilidade (*accountability*): os agentes de governança devem prestar contas de sua atuação, assumindo integralmente as consequências de seus atos e omissões;
- d) responsabilidade corporativa: caracteriza-se em zelar pela sustentabilidade das organizações, visando à sua longevidade, incorporando considerações de ordem social e ambiental na definição dos negócios e operações.

Ao falar de propriedade o Código trata expressamente das formas de proteger os direitos dos sócios mantendo-os iguais, sejam eles controladores ou não dentro da companhia, fazendo tudo de forma transparente para que não haja insatisfação dos acionistas. Por isso recomenda-se que o poder político – voto – esteja em equilíbrio com o direito econômico, adotando-se a regra de “uma ação = um voto”. Também deve-se atentar para os acordos entre os sócios, tornando as transações ocorridas entre estes públicas e acessíveis aos demais sócios e devendo conter mecanismos para a resolução de casos de conflito de interesses (IBGC, 2009).

A Assembleia Geral que deve ser convocada com no mínimo 30 dias de antecedência de forma a oferecer tempo suficiente para que os acionistas se preparem para a deliberação. Também é boa prática a utilização de mecanismos que facilitem o acesso dos sócios à assembleia, tais como a transmissão *on-line*, comunicação eletrônica com os sócios a fim de receber e compartilhar comentários dos acionistas sobre as pautas das assembleias, e instrumentos de inclusão das propostas dos acionistas.

São abordadas também as recomendações sobre o Conselho de Administração, que é o principal componente do sistema de governança, sendo o órgão colegiado encarregado do processo de decisão de uma organização em relação ao seu direcionamento estratégico. De acordo com o (IBGC, 2009) o seu papel é ser o elo entre a propriedade e a gestão para orientar e supervisionar a relação desta última com as demais partes interessadas. O Conselho de Administração é uma espécie de prestador de serviços aos sócios, uma vez que eleito por eles, recebe poderes para tomar conta do objeto social e decidir o rumo dos negócios, conforme melhor interesse da organização, tendo que prestar contas do que veio a realizar. As decisões

tomadas por este órgão devem ser sempre conforme o melhor interesse da organização como um todo, independentemente das partes que indicaram ou elegeram seus membros.

Conforme o Código do IBGC a missão do Conselho de Administração é proteger e valorizar a organização, otimizar o retorno do investimento no longo prazo e buscar o equilíbrio entre os anseios das partes interessadas (*shareholders* e demais *stakeholders*), de modo que cada uma receba benefício apropriado e proporcional ao vínculo que tem com a organização e ao risco a que está exposta. Suas atribuições são diversas, afinal é o órgão responsável pelo bom desempenho da empresa. No Código, expõem-se recomendações sobre a composição do Conselho, qualificação e idade do conselheiro, prazo do mandato, disponibilidade de tempo, presidente do conselho e suas responsabilidades, dentre outros (IBGC, 2009).

O número de conselheiros deve variar entre um mínimo de cinco e um máximo de onze membros, a maioria externos e independentes, conforme o setor de atuação, porte, complexidade das atividades e necessidade de criação de comitês. O prazo de mandato não deve ser superior a dois anos podendo haver reeleição, mas não de forma automática, a fim de se construir um Conselho experiente e produtivo. Outra regra para o Conselho de Administração é a segregação das funções de presidente do Conselho e diretor-presidente, porém este deve participar das reuniões do Conselho como convidado. É importante também que o Conselho e a Diretoria Executiva sejam avaliados por processos formais, com escopo de atuação e qualificação bem definidos.

Recomendam-se ainda boas práticas para a gestão abordando assim as atribuições do diretor-presidente, uma vez que ele é o mediador entre a Diretoria e o Conselho de Administração e deve prestar contas a este. O diretor-presidente é o foco da gestão, pois é ele o responsável pelo controle, divulgação de informações de forma transparente, sendo ainda um facilitador tanto para usuários internos como para os externos. A remuneração da diretoria é uma ferramenta efetiva de alinhamento dos interesses dos diretores com os da organização, e por isso, as organizações devem manter um procedimento formal e transparente de aprovação de suas políticas de remuneração e benefícios aos diretores.

A Auditoria Independente é outro ponto abordado no Código do IBGC, já que se faz necessário ter um auditor externo para auditar as demonstrações financeiras verificando assim, se refletem adequadamente a realidade da sociedade. Por meio de um parecer os auditores devem manifestar se as demonstrações elaboradas pela diretoria estão de acordo com a posição patrimonial e financeira e os resultados do período. O auditor não deve realizar trabalhos de consultoria para a organização que audita, entendendo que ele não pode auditar o seu próprio

trabalho. É ressaltado no Código a forma de contratação, remuneração, retenção e destituição dos auditores, e as normas profissionais a serem obedecidas pautadas por profissionalismo e independência.

O Conselho Fiscal é parte integrante do sistema de governança das organizações brasileiras e, conforme o estatuto, pode ser permanente ou não. Sua instalação, em segundo caso, será por meio do pedido de algum sócio ou grupo de sócios. Deve ser visto como um controle independente para os sócios que visa agregar valor para a organização. Esse órgão deve, também, ter o direito de fazer consultas a profissionais externos, pagos pela organização, para obter subsídios em matérias de relevância. Recomendações no que diz respeito à composição, agenda de trabalho, relacionamento com os sócios e demais órgãos como o Comitê de Auditoria, auditores independentes, Auditoria Interna, e remuneração do Conselho Fiscal são abordados no Código (IBGC, 2009).

Por fim, conduta e conflito de interesses são discutidos. Segundo o Código do IBGC, além do respeito às leis do país, toda organização deve ter um Código de Conduta que comprometa administradores e funcionários (IBGC, 2009). Este documento deve refletir adequadamente a cultura da empresa e enunciar, com total clareza, os princípios em que está fundamentado. O conflito de interesses surge quando alguém não é independente em relação à matéria em discussão e pode influenciar ou tomar decisões motivadas por interesses distintos daqueles da organização. Potenciais conflitos de interesses devem ser monitorados e administrados pelos membros do Conselho de Administração a fim de evitar o mau uso dos ativos da organização e, especialmente, abusos em transações entre partes relacionadas. Assim, recomendam-se algumas políticas de transparência que facilitem a comunicação entre esses interessados (*stakeholders*) e a resolução desses possíveis conflitos.

2.3.2 Recomendações de Governança Corporativa da CVM

Em junho de 2002, a CVM utilizando-se a sua experiência de 25 anos juntamente com a de outros países lançou sua cartilha de governança com o tema “Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa”. Segundo a CVM (2002), a adoção dessas práticas significa algo facultativo, superior às exigências da lei e da regulamentação do próprio órgão. Assim, o descumprimento das normas não é passível de punição pela CVM, porém a mesma passou a exigir a inclusão nas informações anuais das companhias abertas do nível de adesão a essas recomendações, devendo as companhias que não adotarem explicar as suas razões.

Além disso, a CVM (2002) ressalta que a adoção de boas práticas de governança constitui-se em um conjunto de mecanismos de proteção aos investidores, inclusive controladores, contra os desvios de ativos por indivíduos que têm poder de influenciar ou tomar decisões em nome da companhia.

Com isso, de acordo com a CVM (2002, p. 1) o objetivo da cartilha é “orientar nas questões que podem influenciar significativamente a relação entre administradores, conselheiros, auditores independentes, acionistas controladores e acionistas minoritários”. Assim, a cartilha busca estimular o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro por meio da divulgação de práticas de boa governança.

A cartilha da CVM (2002) apresenta-se dividida em quatro assuntos:

- a) transparência: Assembleias, Estrutura Acionária e Grupo de Controle – as práticas recomendadas se referem à facilidade de acesso dos acionistas nas assembleias a partir da melhora na divulgação das convocações e dos assuntos a serem tratados nas reuniões. Trata-se ainda da inclusão de matérias sugeridas pelos minoritários, bem como a descrição detalhada dos assuntos a serem tratados na assembleia. Além disso, é recomendável dar publicidade à relação dos acionistas e suas respectivas quantidades de ações, além dos termos de acordos de acionistas e outros documentos que regulam as atividades;
- b) estrutura e responsabilidade do Conselho de Administração – trata das recomendações no que diz respeito à função de proteger o patrimônio da empresa e maximizar o retorno do investimento; composição que deve ser de cinco a nove membros com o maior número possível de independentes e externos; e mandato de um ano podendo haver a reeleição. Recomenda ainda sobre o funcionamento e os Comitês do Conselho especializados para analisar certas questões em profundidade, tais como relacionamento com o auditor e operações entre partes relacionadas. Inclui-se também nessa seção a sugestão sobre a permissão dos acionistas, que não integram o grupo de controle, detentores de ações preferenciais elegerem um membro do conselho por indicação e escolha próprias. Além disso, indica-se que os cargos de presidente do conselho de administração e presidente executivo devem ser exercidos por pessoas diferentes, uma vez que o conselho deve fiscalizar a gestão;
- c) proteção a acionistas minoritários – questões relevantes devem ser deliberadas pela maioria do capital social, cabendo cada ação um voto, sem distinção de classe ou espécie. Trata também do direito a voto para ações preferenciais no caso de não

pagamento de dividendos e sugere que as divergências entre controladores e minoritários sejam resolvidas por arbitragem de forma a acelerar a solução de impasses. Recomenda-se ainda que a oferta pública de aquisição de ações seja feita pelo mesmo preço, independente da classe ou espécie, dando um tratamento igual a todos os acionistas e que as transações entre as partes relacionadas ou entre a companhia e o controlador devem estar alinhados com os interesses de todos os acionistas da companhia. O limite de 50% de ações preferencias deve ser estendido para todas as companhias, mesmo aquelas constituídas após a entrada em vigor da Lei, a fim de estimular que as companhias tenham cada vez mais o capital composto por ações com direito a voto;

- d) auditoria e demonstrações financeiras – a companhia deve divulgar trimestralmente, em conjunto com as demonstrações financeiras, um relatório explicando as mudanças expressivas na demonstração dos resultados e no balanço, indicando os principais fatores de risco, internos e externos, a que está sujeita a companhia, bem como os acontecimentos relevantes do período tanto do ponto de vista contábil-financeiro, como do ponto de vista estratégico. A seção trata também da composição e funcionamento do Conselho Fiscal que não deve ter sua maioria eleita pelo acionista controlador e precisa adotar um regimento com procedimentos sobre suas atribuições, com foco no relacionamento com o auditor, e que não limite a atuação individual de nenhum conselheiro. Recomenda-se ainda que o relacionamento com auditores seja supervisionado pelo Comitê de Auditoria e que aqueles não sejam contratados para outros serviços além da auditoria visando a completa independência dos auditores como requisito da qualidade de sua atuação. Também é boa prática de governança a companhia disponibilizar informações, sem limitações, a qualquer membro do conselho fiscal, além da adoção das normas internacionais de contabilidade promulgadas pelo *International Accounting Standards Board* (IASB) ou pelo *United States Generally Accepted Accounting Principles* (US GAAP).

Assim, a edição da Cartilha sinaliza a preocupação da CVM quanto aos benefícios que a governança pode trazer para o mercado de capitais e para o crescimento econômico do país. Desse modo Andrade e Rossetti (2009, p. 435) ressaltam que “as recomendações editadas por esse órgão regulador procuraram também superar a insuficiência dos marcos institucionais para a efetivação da sequência virtuosa governança-mercado-crescimento”.

2.3.3 Recomendações de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA

A BM&FBOVESPA administra mercados organizados de títulos, valores mobiliários e contratos derivativos, além de prestar serviços de registro, compensação e liquidação, atuando, principalmente, como contraparte central garantidora da liquidação financeira das operações realizadas em seus ambientes.

Além disso, a BM&FBOVESPA também atua como órgão regulador da Governança Corporativa no Brasil, e foi a instituição que deu a segunda contribuição para o movimento de reestruturação do processo de gestão das companhias brasileiras, criando assim formas de incentivo para as organizações se desenvolverem no mercado de capitais a partir da adoção de boas práticas de governança.

Foi em dezembro de 2000 que a BM&FBOVESPA desenvolveu os segmentos de listagem para empresas, na tentativa de estimular a adoção das boas práticas de Governança Corporativa, bem como desenvolver o mercado de capitais brasileiro. Assim como as recomendações dos demais órgãos reguladores, esses segmentos especiais de listagem apresentam regras rígidas que vão além das obrigações que as companhias têm perante a Lei das Sociedades por Ações (Lei das S.As). As regras para adesão aos segmentos melhoram a avaliação das companhias que decidem aderir, voluntariamente, a um desses níveis diferenciados de Governança Corporativa. Ao assumirem esses compromissos as empresas têm o propósito de mostrar aos investidores que as informações fornecidas por elas são de qualidade, diminuindo as incertezas no processo de avaliação e risco, o que melhora a precificação das ações e fortalece o mercado acionário (SILVA, E., 2006).

Além do Mercado Tradicional, já existente, foram criados mais quatro segmentos diferenciados de governança: Novo Mercado, Nível 1, Nível 2 e Bovespa Mais. A adesão a essas regras mais rígidas conferem um menor risco aos investidores que decidem ser sócios destas empresas, a partir dos direitos e garantias asseguradas aos acionistas e das informações mais completas divulgadas, que reduzem a assimetria de informações entre acionistas controladores, gestores da companhia e os participantes do mercado. Steinberg (2003, p. 191) afirma que “Embora tenham fundamentos semelhantes, o Novo Mercado é mais voltado à listagem de empresas que venham a abrir capital, enquanto os Níveis Diferenciados são mais direcionados para empresas que já têm ações negociadas na BOVESPA”.

De acordo com Bridger (2006) a meta da Bovespa foi promover um desenvolvimento do mercado de capitais, destacando assim os esforços das empresas com a finalidade de

melhorarem as suas relações com seus investidores e, portanto, aumentar o potencial de valorização dos seus ativos. O ponto chave para o desenvolvimento desses segmentos diferenciados de mercado é a maior proteção e, como decorrência, a maior presença do investidor minoritário no mercado (ANDRADE; ROSSETTI, 2009).

As primeiras adesões começaram em junho de 2001, ao mesmo tempo em que também começou a ser divulgado o novo IGC, formado pelas ações das empresas registradas nos Níveis 1, 2 e Novo Mercado, com o objetivo de medir o desempenho de uma carteira teórica composta por ações de empresas que apresentem bons níveis de governança corporativa. Este índice sinaliza como um referencial de boas práticas de governança das empresas em relação às ações.

Para aderir a qualquer um dos níveis deve ser celebrado um contrato entre a empresa, seus controladores, administradores e a BOVESPA, devendo as partes atender ao Regulamento de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa. Mesmo que uma empresa já atenda as práticas exigidas, a bolsa não a classifica sem a adesão contratual.

Para Andrade e Rossetti (2009) “a migração das empresas para os segmentos diferenciados, implicará maiores retornos para os investidores e, para as empresas, maiores preços para suas ações e, conseqüentemente, menores custos de captação de recursos”. Assim, espera-se que as ações da companhia passem a apresentar maior valorização, maiores retornos positivos e maior volume de negociação sinalizando uma valorização das boas práticas de governança pelo mercado.

A seguir, serão apresentadas algumas das regras necessárias para o ingresso em cada um dos segmentos diferenciados da BM&FBOVESPA.

Nível 1

As companhias listadas no Nível 1 de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA (2014a) se comprometem com a transparência e o acesso às informações pelos investidores. As condições exigidas das empresas, adicionais à legislação, para listagem nesse segmento são as seguintes:

- Manutenção em circulação de parcela mínima de ações (*free float*), representando 25% do capital social da companhia;
- Além das Informações Trimestrais (ITRs), Informações Anuais (IANs) e Demonstrações Financeiras padronizadas (DFPs) – documentos enviados à CVM e à BOVESPA pelas companhias listadas, que são disponibilizados ao público e que

contém informações financeiras - disponibilizar para o mercado demonstrações consolidadas e a demonstração dos fluxos de caixa; quantidade e características dos valores mobiliários de emissão da companhia detidos pelos grupos controladores, por conselheiros e por diretores executivos, indicando a sua evolução nos últimos doze meses; quantidade de ações em circulação, por tipo e classe;

- Proibição de emissão de partes beneficiárias e inexistência desses títulos em circulação;
- Divulgação dos acordos de acionistas, para boa compreensão das regras que regem o relacionamento entre os controladores;
- Manutenção de mecanismos de ofertas públicas de ações que favoreçam a maior dispersão do capital;
- Realização de pelo menos uma reunião pública anual com analistas de mercado para apresentar a situação econômico-financeira da empresa, projetos e perspectivas;
- Apresentação do calendário anual para o mercado com os principais eventos corporativos;
- Obrigatoriedade de divulgação mensal dos negócios com ações da empresa realizados por parte dos controladores, administradores e conselheiros fiscais.

Nível 2

O Nível 2 de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA (2014b) encontra-se um pouco mais acima do Nível 1, pois para listagem nesse segmento são acrescentados um conjunto de práticas mais amplo relativo aos direitos dos acionistas minoritários, além dos compromissos assumidos para listagem no mercado Nível 1. As obrigações adicionais são as seguintes:

- Demonstrações financeiras elaboradas de acordo com os padrões internacionais: *International Accounting Standards Committee* – IASC ou US GAAP;
- Em caso de venda do controle acionário, extensão da oferta para todos os acionistas detentores de ações ordinárias, com pagamento do mesmo valor de aquisição das ações do grupo de controle. As mesmas condições servem para os detentores de ações preferenciais (após 09/05/2011);
- Direito de voto concedido aos detentores de ações preferenciais na resolução de matérias de alta relevância corporativa, tais como: transformação, fusão, cisão ou

incorporação da companhia; aprovação de contratos entre a companhia e seu controlador; avaliação de bens para o aumento de capital; dentre outras;

- Nas hipóteses de fechamento de capital ou cancelamento do registro de negociação no referido nível, realizar oferta pública de aquisição das ações em circulação, tomando por base o valor econômico da companhia;
- O conselho de administração deve ser composto por, no mínimo, cinco membros, com mandatos unificados de até 2 anos, devendo obedecer a uma proporção de, no mínimo, 20% (vinte por cento) de conselheiros independentes;
- Adesão obrigatória à Câmara de Arbitragem do Mercado, para a resolução de conflitos que possam surgir sobre a aplicação dos dispositivos legais, compromissos adicionais para a listagem nos segmentos diferenciados, normas de órgãos reguladores e relações de acionistas, conselhos e direção.

Novo Mercado

O Novo Mercado da BM&FBOVESPA (2014c) é o que apresenta o mais elevado padrão de Governança Corporativa. Além disso, a partir da primeira listagem ele se tornou o padrão de governança exigido pelos investidores para as novas aberturas de capital. A listagem nesse segmento indica que a empresa adota um conjunto de regras societárias que ampliam os direitos dos acionistas, além da adoção de uma política de divulgação de informações mais transparente e abrangente.

O Novo Mercado firmou-se como uma seção destinada à negociação de ações de empresas que adotam, voluntariamente, práticas de Governança Corporativa e *disclosure* adicionais as que são exigidas pela legislação brasileira. Esses fatores são determinantes para a avaliação do grau de proteção do investidor e influenciam sua percepção de risco e o custo de capital das empresas.

O Novo Mercado é mais voltado para as empresas que venham a abrir capital, mediante distribuição pública mínima de R\$ 10 milhões; empresas de capital aberto que tenham pelo menos 500 acionistas, somente com ações ordinárias; e empresas de capital aberto com ações também preferenciais, que possam convertê-las em ordinárias.

Como o Novo Mercado conduz as empresas ao mais elevado padrão, as exigências vão além daquelas observadas para o Nível 1 e 2, o que mostra um comprometimento ainda maior com a governança. Dentre as exigências adicionais, destacam-se:

- O capital deve ser composto somente por ações ordinárias, tendo todos os acionistas direito ao voto;
- Em caso de venda do controle acionário, o comprador estenderá a oferta de compra a todos os demais acionistas com o direito de vender suas ações pelo mesmo preço (*tag along* de 100%).

Desse modo, a criação do Novo Mercado pela Bovespa foi uma medida importante para fortalecer o mercado de capitais nacional e, assim, atender aos anseios dos investidores na busca por maior transparência dos controladores e gestores das organizações. Além disso, a transparência possibilita um maior nível de confiança por parte dos acionistas aumentando a disponibilidade de recursos para custear as atividades produtivas.

Nesse contexto, as regras de listagem nesse segmento têm por finalidade aumentar os direitos dos acionistas, melhorar a qualidade das informações prestadas e manter a dispersão acionária, bem como oferecer maior segurança aos investidores, a partir da resolução de conflitos societários por meio de uma Câmara de Arbitragem.

Bovespa Mais

O segmento Bovespa Mais da BM&FBOVESPA (2014d) foi criado para empresas que desejam ingressar no mercado de forma gradual, com o objetivo de fomentar o crescimento de pequenas e médias companhias via mercado de capitais. Isso permite que as empresas se preparem adequadamente para o mercado, e ao mesmo tempo, já as coloca no mercado aumentando a sua visibilidade para os investidores. Este segmento de listagem possibilita captações menores, mas que são suficientes para financiar o seu projeto de crescimento.

As empresas do Bovespa Mais podem estar listadas sem realizar oferta pública de ações, pois elas têm um prazo de sete anos para alcançarem o Percentual Mínimo de Ações Ordinárias em Circulação, e tendem a atrair investidores que visualizem um potencial de desenvolvimento mais acentuado no negócio. Além disso, as companhias listadas neste segmento são isentas da taxa de registro cobrada pela BM&FBOVESPA para registro de companhias e têm desconto gradual na taxa de manutenção de listagem, sendo de 100% no primeiro ano.

As regras de listagem neste segmento requerem compromissos de elevados padrões de Governança Corporativa e transparência com o mercado, embora as empresas listadas recebam alguns incentivos e facilidades para o ingresso no mercado da Bolsa.

A BM&FBOVESPA (2014e) apresenta no Quadro 3 as principais regras que as empresas assumem, voluntariamente, para a listagem nos Níveis Diferenciados e no Novo Mercado.

	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 (<i>free float</i>)	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, quorum qualificado e "cláusulas pétreas"		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	
Obrigações do Conselho de Administração (a partir de 10/05/2011)	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações da companhia		Não há regra		
Demonstrações Financeiras	Traduzidas para o inglês		Conforme legislação		
Reunião pública anual e calendário de eventos corporativos	Obrigatório			Facultativo	
Divulgação adicional de informações (a partir de 10/05/2011)	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta			Não há regra	

	NOVO MERCADO	NÍVEL 2	NÍVEL 1	BOVESPA MAIS	TRADICIONAL
Concessão de <i>Tag Along</i>	100% para ações ON	100% para ações ON e PN 100% para as ações ON e 80% para PN (até 09/05/2011)	80% para as ações ON (Conforme legislação)	100% para as ações ON	80% para as 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		Facultativo	Obrigatório	Facultativo

Quadro3 – Comparativo entre os segmentos de listagem da Bovespa

Fonte: BM&FBOVESPA (2014e)

Conforme observado o Novo Mercado exige padrões mais elevados de Governança Corporativa seguido do Nível 2, Nível 1 e por fim Bovespa Mais, que é o segmento para as empresas que ainda estão ingressando no mercado, como uma forma de prepará-las e já inseri-las no mercado.

2.3.4 Recomendações Utilizadas na Pesquisa

Observa-se que as práticas recomendadas pelas três instituições de mercado são bem parecidas entre si, mas ainda há algumas diferenças entre elas. Desse modo, nesta seção serão apresentadas uma síntese das práticas do IBGC e CVM que servirão como referência para a análise dos resultados. Algumas práticas da Bovespa também serão consideradas para a análise.

	IBGC	CVM
Convocação da Assembleia	30 dias	30 dias
Mecanismos que facilitem o acesso dos acionistas a assembleia	Transmissão <i>on-line</i> , comunicação eletrônica, inclusão de propostas dos acionistas na pauta da assembleia	Edital com descrição precisa dos assuntos a serem tratados, realização da assembleia na data mais próxima possível ao fim do exercício fiscal a que ela se refere
Ações da Companhia	-	Limite de 50% para as ações preferenciais e aquelas que já apresentam mais de 50% do capital composto por ações preferenciais não devem emitir novas ações desse tipo.
<i>Tag along</i>	Oferta de compra deve ser dirigida a todos os sócios nas mesmas condições	Garantia de tratamento igual a todos os acionistas na troca de controle, sejam eles minoritários ou controladores, independente de espécie ou classe.

Mecanismos de ampliação de controle	Ações sem direito a voto ou com voto restrito.	-
Conduta e Conflito de interesses	Toda organização deve ter um Código de Conduta. Resolução de conflitos por arbitragem, conforme o Estatuto.	O Estatuto da companhia deve estabelecer que as divergências serão solucionadas por arbitragem.
Auditoria Independente	Toda organização deve ter suas demonstrações financeiras auditadas por auditor externo independente. Os auditores devem manifestar-se através da emissão do parecer. O auditor não deve realizar trabalhos de consultoria para a organização que audita.	O conselho de administração deve proibir ou restringir a contratação do auditor da companhia para outros serviços que possam dar origem a conflitos de interesse.
Composição do Conselho de Administração	Recomenda no mínimo cinco e no máximo onze conselheiros e que seja composto apenas por conselheiros externos e independentes.	O conselho de administração deve ter de cinco a nove membros tecnicamente qualificados. O conselho deve ter o maior número possível de membros independentes da administração da companhia.
Prazo do mandato do Conselho de Administração	Não deve ser superior a dois anos, permitida a reeleição.	O mandato de todos os conselheiros deve ser unificado, com prazo de gestão de um ano, permitida a reeleição.
Funções de diretor presidente e presidente do Conselho	Deve ser evitado o acúmulo das funções de presidente do Conselho e diretor-presidente pela mesma pessoa.	Os cargos de presidente do conselho de administração e presidente da diretoria (executivo principal) devem ser exercidos por pessoas diferentes.
Avaliação do Conselho e da Diretoria	Uma avaliação formal do desempenho do Conselho e de cada um dos conselheiros deve ser feita anualmente. O diretor-presidente deve ser, anualmente, avaliado pelo Conselho de Administração.	O conselho de administração deve fazer anualmente uma avaliação formal do desempenho do executivo principal.

Quadro 4 - Síntese das recomendações utilizadas na pesquisa

Fonte: Elaborado pelo autor

3 METODOLOGIA

Marconi e Lakatos (2009, p. 43) afirmam que a pesquisa “é um procedimento formal com método de pensamento reflexivo que requer um tratamento científico e se constitui no caminho para se conhecer a realidade ou para descobrir verdades parciais”. Acrescentam ainda que toda pesquisa requer um levantamento de dados de diversas fontes, quaisquer que sejam os métodos ou técnicas empregadas. A seguir, serão apresentados os procedimentos metodológicos adotados no trabalho, envolvendo a caracterização da pesquisa, a população e as técnicas de coleta e tratamento dos dados.

Este trabalho caracteriza-se como uma pesquisa descritiva, uma vez que descreve as boas práticas de Governança Corporativa recomendadas pelos órgãos reguladores do mercado no Brasil, bem como caracteriza as práticas adotadas pelas empresas brasileiras. Desse modo, Gil (2002, p. 42) explica que “as pesquisas descritivas têm como objetivo primordial a descrição das características de determinada população ou fenômeno ou, então, o estabelecimento de relações entre variáveis.”

Ainda assim, afirmam Prodanov e Freitas (2013, p. 52) “nas pesquisas descritivas, os fatos são observados, registrados, analisados, classificados e interpretados, sem que o pesquisador interfira sobre eles.” Neste estudo foi observado e analisado o comportamento adotado pelas empresas quanto às práticas de Governança Corporativa.

De acordo com Richardson (2007) a pesquisa qualitativa justifica-se por ser uma forma adequada de entender a natureza de um fenômeno social, podendo estar presente até mesmo em informações colhidas por estudos quantitativos. Com isso, a seguinte pesquisa caracteriza-se ainda por um estudo qualitativo por tentar compreender, a partir das informações adquiridas, a forma pela qual as empresas brasileiras estão aderindo às recomendações de boas práticas de governança.

Corroborando Richardson (2007), Chizzotti (1991, p. 79), pressupõe que uma pesquisa qualitativa seria “uma relação dinâmica entre o mundo real e o sujeito, uma interdependência viva entre o sujeito e o objeto, um vínculo indissociável entre o mundo do objetivo e a subjetividade do sujeito”.

Contudo, este estudo caracteriza-se como qualitativo-quantitativo por tentar compreender, a partir das informações adquiridas, a forma pela qual as empresas brasileiras estão aderindo às recomendações de boas práticas de governança, bem como analisar quantitativamente os dados através de medidas estatísticas como média, mediana, valor mínimo

e máximo, desvio padrão, coeficiente de variação e frequência, dentre outras medidas. Este tipo de pesquisa trata-se da combinação das duas modalidades, utilizando a visão positivista (quantitativa) e a visão fenomenológica (qualitativa), aproveitando-se o que há de melhor em cada uma delas (ARAÚJO; OLIVEIRA, 1997).

Os procedimentos que serão adotados nos permite classificar a pesquisa como bibliográfica, por se utilizar de materiais já publicados tais como livros, periódicos, artigos científicos, monografias e principalmente do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC, da Cartilha da Boa Governança da CVM e Regulamentos dos Segmentos de Listagem da BM&FBOVESPA. Contudo, Prodanov e Freitas (2013, p. 54) ressaltam que “na pesquisa bibliográfica, é importante que o pesquisador verifique a veracidade dos dados obtidos, observando as possíveis incoerências ou contradições que as obras possam apresentar”.

De acordo com Marques et al. (2006) a pesquisa documental é um complemento à pesquisa bibliográfica, uma vez que seus procedimentos, via de regra, são bem próximos. Ressaltam ainda que esse tipo de pesquisa consiste no exame de documentos como atas, memorandos, contratos, projetos, processos e outros. Assim, poderá ainda classificar-se esta pesquisa como documental, já que se utiliza de outros documentos diversos tais como o formulário de referência do Sistema DIVEXT da CVM. Da mesma forma, Gil (2002) acrescenta que a diferença entre a pesquisa bibliográfica e a documental é que esta apresenta fontes mais diversificadas e dispersas.

Foram apresentadas as recomendações do IBGC, de acordo com a última edição do seu Código; recomendações da CVM, conforme a Cartilha de 2002; e da BM&FBOVESPA de acordo com os segmentos de listagem, atendendo assim ao primeiro objetivo específico.

Conforme a obtenção dos dados, em observância ao segundo objetivo específico, analisou-se a adoção das boas práticas de Governança Corporativa pelas empresas brasileiras. Para a análise dos dados, as empresas foram divididas por ano, por setor e por segmento de listagem na BOVESPA.

3.1 Amostra e Coleta de dados

A amostra da pesquisa são as 100 maiores companhias abertas do Brasil em valor de mercado no ano de 2011, segundo a edição de 2012 da Revista Exame Maiores e Melhores. Os dados foram coletados no Formulário de Referência do Sistema DIVEXT da CVM referente aos anos de 2010 a 2013, totalizando assim 400 observações.

A coleta de dados foi realizada por meio de documentação indireta, a partir da análise dos Formulários de Referência de cada empresa ano a ano. Inicialmente, foram coletados no Formulário de Referência do Sistema DIVEXT da CVM os dados das 100 empresas em análise, para os quatro anos, que podem assumir valor 1 ou 0 conforme a adoção ou não adoção das recomendações, respectivamente. Marconi e Lakatos (2009) afirmam que esta técnica de coleta facilita a obtenção de dados que não estão disponibilizadas em documentos e a possibilidade de adquirir informações mais precisas.

A partir dos dados coletados foi definida a amostra final, em decorrência da falta de informações para algumas empresas. Assim, ao final da coleta, foram excluídas sete empresas em anos distintos, fechando a amostra com 393 observações.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Foram coletados dados de 100 empresas no período de 2010 a 2013, totalizando 400 observações. Empresas que não dispunham de todos os dados de governança utilizados no estudo foram excluídas da amostra que ficou composta por 393 observações anuais de empresas, conforme apresentado na Tabela 1.

Tabela 1 – Número de empresas da amostra por ano

ANO	Nº EMPRESAS	%
2010	97	24,68%
2011	100	25,45%
2012	100	25,45%
2013	96	24,43%
TOTAL	393	100%

Fonte: Elaborado pelo autor.

Observa-se que as empresas estão bem dispersas entre 13 diversos setores da economia (Tabela 2), o que é importante para o estudo uma vez que se pretende avaliar a qualidade da governança corporativa da empresa brasileira. Além desta boa distribuição setorial, observa-se também a consulta a quatro anos mais recentes que correspondem ao período que já se dispõe do Formulário de Referência.

Tabela 2 – Distribuição das empresas por setor

SETOR	Nº OBSERVAÇÕES	Nº EMPRESAS	%
Bens de Consumo	32	8	8,14%
Diversos	16	4	4,07%
Energia	95	24	24,17%
Finanças	28	7	7,12%
Indústria da Construção	16	4	4,07%
Papel e Celulose/Química e Petroquímica	12	3	3,05%
Serviços	72	19	18,32%
Siderurgia e Metalurgia	12	3	3,05%
Telecomunicações	27	7	6,87%
Têxtil	12	3	3,05%
Transporte	11	3	2,8%
Varejo	24	6	6,11%
Outros	36	9	9,16%
TOTAL	393	100	100%

Fonte: Elaborado pelo autor.

A Tabela 3 apresenta a distribuição das empresas entre os segmentos de listagem da BM&FBOVESPA bem como no Mercado Tradicional, o que também é relevante para o estudo, ao ter-se uma amostra composta por empresas com distintos graus de preocupação com a Governança Corporativa.

Tabela 3 – Distribuição das empresas por segmentos de listagem

Segmentos de Listagem	Frequência	%	Acumulado
Nível 1	67	17,05%	17,05%
Nível 2	39	9,92%	26,97%
Novo Mercado	205	52,16%	79,13%
Mercado Tradicional	82	20,87%	100%
Total	393	100%	

Fonte: Elaborado pelo autor.

Mais de 50% das empresas estão listadas no Novo Mercado, o mais elevado nível de governança, de acordo com as características exigidas pela BM&FBOVESPA. Este número é um indicativo que as empresas brasileiras estão preocupando-se em sinalizar melhores práticas de governança para o mercado ao aderirem voluntariamente a esses segmentos diferenciados.

4.1 Análise das Práticas de Governança Corporativa

Em relação à assembleia, o IBGC recomenda que a convocação deva ocorrer com, no mínimo, 30 dias de antecedência. Esta recomendação é observada por somente 12,47% das empresas (Tabela 4). Na realidade, o prazo médio de convocação está em torno de 17 dias. O IBGC também recomenda a utilização de instrumentos que facilitem o acesso dos sócios à assembleia tais como transmissão *on-line*, votação eletrônica e voto por procuração, dentre outros. Também se observa uma baixa adesão a estas recomendações. Somente 2,8% das empresas estão adotando a transmissão *on-line* da assembleia, e 15,53% mantendo um canal de comunicação eletrônica. A inclusão de proposta de acionistas na ordem do dia é prática adotada por somente 9,67% das empresas. Apesar da baixa adesão destas recomendações observa-se que a mais utilizada é a comunicação eletrônica com os acionistas, o que indica um avanço na preocupação em facilitar o acesso à informação.

Tabela 4 – Adoção de boas práticas de governança relativas à assembleia

	Convocação Assembleia	Transmissão Eletrônica	Comunicação Eletrônica	Propostas de Acionistas
Não atende a recomendação	87,53%	97,20%	84,48%	90,33%
Atende a recomendação	12,47%	2,80%	15,52%	9,67%
Total	100%	100%	100%	100%

Fonte: Elaborado pelo autor.

Quanto às ações das empresas, a CVM recomenda que as companhias não devem elevar a proporção de ações preferenciais acima do limite de 50% e aquelas que já apresentam mais de 50% do capital composto por ações preferenciais não devem emitir novas ações desse tipo. Os resultados indicam um avanço na redução da propriedade sem voto uma vez que mais da metade das empresas já não emitem mais ações preferenciais e, nas empresas que emitem, o número de preferenciais é menor que o número de ordinárias.

De acordo com a BM&FBOVESPA o percentual mínimo de *free float* exigido para o ingresso em qualquer um dos segmentos de listagem é de 25%. Na empresa brasileira o percentual de *free float* supera esta proporção, estando em torno de 37% para as ações ordinárias. No entanto, vale ressaltar ainda uma grande dispersão entre as empresas como se pode observar pelo desvio padrão de 29,42%, havendo empresas com 0% de *free float* e outras com 100%. Com relação às ações preferenciais, observa-se uma média de 60% de *free float*, bem superior àquele de ações ordinárias e, da mesma forma, apresentaram um elevado desvio padrão de 35,15% com empresas variando de 0 a 100%. Em seu conjunto, as companhias mostram-se preocupadas em manter o mínimo exigido de *free float*, uma vez que cerca de 83% delas estão seguindo a recomendação dos 25%, conforme pode-se observar na Tabela 5.

De acordo com o IBGC, o reembolso de capital garante ao acionista o direito de receber o valor de suas ações em caso de retirada do sócio da sociedade, por discordar de alguma decisão da empresa, como cisão ou venda do controle. Pode ser também o direito de preferência dos detentores de ações preferenciais a receber o dinheiro correspondente às suas ações em caso de dissolução da companhia. Esta é uma boa prática de proteção aos direitos dos acionistas, que é adotada em cerca de 80% das empresas para as ações ordinárias e em 88% para as ações preferenciais, conforme mostra a Tabela 5.

Conforme o IBGC, em caso de transferência de controle deve ser dirigida a oferta de compra de ações (*tag along*) a todos os sócios nas mesmas condições. De acordo com a BM&FBOVESPA, essa oferta deve estar em torno de 80% e 100% do mesmo valor de aquisição

das ações do grupo de controle, dependendo do segmento de listagem da empresa. Observa-se que o percentual de *tag along* das ações ordinárias está de acordo com o recomendado em 78% das companhias, e em relação às ações preferenciais apenas 40% está seguindo o recomendado pela BM&FBOVESPA.

Tabela 5 - Adoção de boas práticas de governança relativas às ações

	<i>Free Float</i> (ON)	<i>Free Float</i> (PN)	<i>Free Float</i> (TOT)	Reembolso (ON)	Reembolso (PN)	<i>Tag Along</i> (ON)	<i>Tag Along</i> (PN)
Não atende a recomendação	35,88%	23,53%	16,54%	19,59%	11,76%	21,63%	60%
Atende a recomendação	64,12%	76,47%	83,46%	80,41%	88,24%	78,37%	40%
Total	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Fonte: Elaborado pelo autor.

A Tabela 6 apresenta os indicadores de *tag along* das ações ordinárias e preferenciais. A partir da mediana apresentada no valor de 100% pode-se observar que 50% das empresas apresentou oferta de 100% do valor de aquisição das ações ordinárias, e as demais companhias estão em torno de 80%, conforme recomendação da BM&FBOVESPA. Ainda assim, observa-se que há empresas em contradição a essa prática, algumas ainda sem apresentar o direito de *tag along*. O mesmo não acontece com as ações preferenciais, pois as companhias detentoras desse tipo de ação apresentam um *tag along* médio de 40,29% e desvio padrão de 45,78%, com coeficiente de variação bem elevado. Isso mostra que os indicadores, relativos ao *tag along* das ações preferenciais, apresentados pelas empresas são bem heterogêneos uma vez que também apresentam percentuais de *tag along* variando de 0% a 100%.

Tabela 6 – *Tag Along* das ações ordinárias e preferenciais

	Média	Desvio Padrão	Coefficiente de Variação	Mediana	Mínimo	Máximo
Ações Ordinárias	74,42%	39,84%	0,5353	100%	0%	100%
Ações Preferenciais	40,29%	45,78%	1,1362	0%	0%	100%

Fonte: Elaborado pelo autor.

O IBGC recomenda que as organizações com controle definido, ou seja, com a presença de um acionista controlador majoritário, devem divulgar com clareza, como esses acionistas exercem o poder político. É importante que seja informado se o controle se dá diretamente pela maioria das ações ou se existem mecanismos de ampliação do controle, tais como ações sem

direito a voto ou com voto restrito. A Tabela 7 mostra que 95% das companhias com ações ordinárias apresentam o tipo de voto pleno, ficando somente 5% com direito a voto restrito e sem direito. O mesmo não acontece com as ações preferenciais uma vez que as companhias com ações preferenciais não têm o direito de voto pleno. Cerca de 61% das empresas detentoras de ações preferenciais apresentam ações sem direito a voto e quase 39% apresentam ações com o direito de voto restrito.

Tabela 7 – Tipo de voto das ações ordinárias e preferenciais

	Voto Pleno	Voto Restrito	Sem direito a voto	Total
Ações Ordinárias	95,42%	4,33%	0,25%	100%
Ações Preferenciais	-	38,82%	61,18%	100%

Fonte: Elaborado pelo autor.

Algumas práticas são consideradas como uma forma de *disclosure* voluntário, que é um indicador de transparência, um dos princípios da Governança Corporativa. Ao divulgar informações adicionais, que não são obrigadas pela legislação, as companhias indicam a sua preocupação em ser transparente. Como exemplo das práticas de transparência tem-se a divulgação de projeções e de medições não contábeis no Formulário de Referência da companhia disponibilizado pela CVM.

A divulgação de projeções ainda não é uma prática bem difundida dentre as empresas brasileiras, pois nota-se que apenas 44,53% das companhias (Tabela 8) apresentam essa prática. Já a informação sobre as medições não contábeis é divulgada pela maioria das companhias, cerca de 85% das empresas divulgam outro tipo de informação, além das informações contidas nas demonstrações contábeis.

O relatório de sustentabilidade trata do desempenho corporativo de forma mais abrangente, incluindo as dimensões econômica, social e ambiental. A BM&FBOVESPA recomenda que as companhias divulguem este relatório, e indica que aquelas que não divulgam indiquem o motivo. A divulgação do relatório de sustentabilidade é uma prática identificada em 66% das organizações, conforme apresentado na Tabela 8. Essas práticas podem melhorar ou aumentar a aceitação da empresa no mercado, pois é uma forma de apresentar a sua atuação aos seus *stakeholders* e ao mercado de um modo geral.

Tabela8 - Adoção de boas práticas de governança relativas à *disclosure* voluntária

	Projeções	Medições não contábeis	Relatório de Sustentabilidade
Não atende a recomendação	55,47%	15,27%	33,59%
Atende a recomendação	44,53%	84,73%	66,41%
Total	100%	100%	100%

Fonte: Elaborado pelo autor.

O IBGC recomenda que além do respeito às leis do país, toda organização deve ter um Código de Conduta comprometendo administradores e funcionários. O Código de Conduta é um documento que define responsabilidades ambientais e sociais, e faz parte da política de transparência da organização. Conforme se observa na Tabela 9, as empresas vêm aderindo a essa prática cada vez mais, pois em 2010 nenhuma delas tinha disponibilizado o seu Código de Conduta, ou mesmo não tinham, e, a partir de 2011, começaram a apresentar em números ainda pequenos, apenas 13%. No ano de 2012 esse número aumentou para 75% e em 2013 81,25% das companhias apresentaram o Código de Conduta.

Tabela 9 – Evolução anual da divulgação do Código de Conduta pelas empresas brasileiras

Código de Conduta	2010	2011	2012	2013
Não apresenta	100%	87%	25%	18,75%
Apresenta	0%	13%	75%	81,25%
Total	100%	100%	100%	100%

Fonte: Elaborado pelo autor.

Conforme a recomendação do IBGC, também é importante que a empresa identifique preventivamente, através do Conselho de Administração, os riscos aos quais a organização está exposta, considerando a probabilidade de ocorrência, o impacto financeiro e os aspectos intangíveis, bem como os procedimentos adotados para a sua prevenção. Dentre as empresas analisadas cerca de 92% apresentam políticas formais de gerenciamento de risco (Tabela 10).

Ainda sobre transparência destaca-se a política de negociação de ações. O IBGC recomenda que a companhia deve adotar uma política de negociação de seus valores mobiliários. Identificou-se que 71,76% das organizações brasileiras mantêm essa prática. Na Tabela 10 são apresentados os resultados das práticas relativas à transparência das organizações.

Tabela 10 - Adoção de boas práticas de governança relativas à transparência

	Código de Conduta	Gerenciamento de Risco	Negociação de ações
Não atende a recomendação	57,76%	8,40%	28,24%
Atende a recomendação	42,24%	91,60%	71,76%
Total	100%	100%	100%

Fonte: Elaborado pelo autor.

A auditoria das empresas analisadas, em sua maioria, é realizada por companhias do *ranking “Big Four”* (Tabela 11), ou seja, as quatro grandes empresas de auditoria do mundo, um fato que pode ser um indicativo da boa qualidade das informações divulgadas por essas empresas. Destaca-se ainda que o parecer emitido por essas empresas de auditoria foi sem ressalva, quase em sua totalidade, mostrando a preocupação das companhias analisadas em apresentarem informações fidedignas aos seus *stakeholders*. Além disso, as empresas de auditoria não prestaram serviços extra-auditoria, conforme a recomendação do IBGC. Não seria viável o auditor, por exemplo, auditar o seu próprio trabalho realizando trabalhos de consultoria para a mesma empresa que tenha prestado serviços de auditoria (IBGC, 2009).

Tabela 11 - Adoção de boas práticas de governança relativas à auditoria

	Big Four	Parecer Sem Ressalva	Serviços extra-auditoria
Não	3,82%	0,76%	66,16%
Sim	96,18%	99,24%	33,84%
Total	100%	100%	100%

Fonte: Elaborado pelo autor.

Com relação ao tamanho do conselho de administração, o IBGC sugere no mínimo cinco e, no máximo onze conselheiros, e que o Conselho seja composto por maioria de membros externos e independentes. A CVM recomenda um Conselho de Administração de cinco a nove membros, com um maior número de independentes possível. Já a BM&FBOVESPA exige um mínimo de cinco membros para o Novo Mercado e Nível 2, e de no mínimo três para os demais segmentos.

Conforme apresenta a Tabela 12 a composição do Conselho de Administração da empresa brasileira está, em média, de acordo com as recomendações. Há uma média de 8,48 membros no Conselho, com alta homogeneidade entre as empresas como se pode observar pelo baixo coeficiente de variação (0,2913). A maior frequência apresentada de número de

conselheiros foi de 7 a 9 membros, em 53,18% das empresas, indicando que os conselhos de administração possuem, em média, o número recomendado de conselheiros pelos órgãos de mercado. Observou-se um mínimo de 3 e máximo de 16 membros. Essa variação pode acontecer pela diferença de exigência da BM&FBOVESPA conforme os segmentos de listagem. No conjunto, pode-se considerar que a empresa brasileira está preocupada em manter a composição dos seus Conselhos conforme as recomendações dos órgãos reguladores da governança no Brasil.

Tabela 12 – Medidas estatísticas relativas à composição do Conselho de Administração

	Média	Desvio Padrão	Coefficiente de Variação	Mediana	Mínimo	Máximo	Maior Frequência
Nº Conselheiros	8,48	2,47	0,2913	9	3	16	7 a 9
Nº Externos	7,65	2,73	0,3562	8	0	16	6 a 9
Nº Independentes	1,81	1,73	0,9544	2	0	9	0 a 3

Fonte: Elaborado pelo autor.

Os conselheiros externos e independentes são fundamentais na composição do Conselho. Os externos estão entre 6 e 9, que se comparados com o número total de membros, pode-se observar que atende ao recomendado. A quantidade de empresas que está de acordo com essa prática é quase 98% da amostra. Destaca-se ainda que 42% das empresas observadas mantêm todos os seus conselheiros externos, preocupando-se assim em preservar a máxima independência possível.

Os conselheiros independentes, diferente dos externos, devem preservar algumas características específicas para atingirem a independência. A BM&FBOVESPA exige que, pelo menos, 20% dos membros do Conselho de Administração sejam independentes. Pode-se perceber que as empresas não estão tendo na sua composição a maioria de membros independentes, mas estão mantendo pelo menos 20% dos membros independentes, que é o recomendado para aderir a alguns segmentos de listagem da BOVESPA. Nas empresas analisadas apenas 35% ainda não têm conselheiros independentes, e 53% atendem à recomendação de independência da BOVESPA.

O prazo de mandato recomendado pelo IBGC é de no máximo dois anos, podendo haver reeleição. Já a CVM recomenda prazo de um ano, também com a permissão de reeleição. A média de mandato é próxima de dois anos, mas há empresas com mandatos de até três anos,

essas empresas representam apenas 13% da amostra (Tabela 13), indicando que as demais estão conforme o prazo recomendado.

O IBGC e a CVM recomendam a segregação de funções entre o presidente do conselho e o diretor presidente da companhia, pois suas atribuições são diferentes e complementares, evitando assim prejuízo na supervisão da gestão por parte do Conselho. Dentre as empresas brasileiras, 85% prezam pela segregação das funções de presidente do Conselho e diretor presidente da companhia.

O IBGC recomenda que o Conselho de Administração e cada um dos conselheiros sejam avaliados anualmente. Quanto aos métodos formais de avaliação do Conselho, apenas 31% das companhias adotam essa prática. Na Tabela 13 são apresentados os resultados das práticas adotadas pelas companhias para o Conselho de Administração.

Tabela 13 - Adoção de boas práticas de governança relativas ao Conselho de Administração

	Tamanho	Externos	Independentes	Mandato	Segregação de Funções	Avaliação do Conselho
Não atende a recomendação	13,74%	2,04%	46,7%	13,49%	15,52%	68,45%
Atende a recomendação	86,26%	97,96%	53,3%	86,51%	84,48%	31,55%
Total	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Fonte: Elaborado pelo autor.

Segundo o IBGC a remuneração variável deve estar vinculada aos resultados, na tentativa de alinhar os interesses dos diretores com os da organização. Por isso, o IBGC recomenda que as organizações devem ter um procedimento formal de aprovação de suas políticas de remuneração e benefícios aos diretores. A remuneração dos diretores também é composta por remuneração variável em 84% das companhias, conforme mostra a Tabela 14. Assim, nota-se que essas companhias, ao adotarem essa prática, podem estar diminuindo as possibilidades de conflitos de interesses entre gestores e acionistas, uma vez que apresentam uma estrutura de incentivos aos gestores profissionais.

Dentre os mecanismos de remuneração variável, pode-se destacar o *stock options* - plano de opções de ações - que também é desenvolvido em 53,59% das companhias analisadas de forma a contribuir para os incentivos à diretoria executiva.

O IBGC recomenda que o diretor-presidente seja avaliado anualmente pelo Conselho de Administração. A avaliação da diretoria é praticada por 74% das empresas, número bem maior

que a avaliação do Conselho, talvez por uma maior necessidade de avaliação da diretoria para a definição da parcela variável da remuneração dos diretores.

Tabela 14 - Adoção de boas práticas de governança relativas à Diretoria Executiva

	Remuneração Variável	Stock Options	Avaliação da Diretoria
Não Apresenta	15,78%	46,31%	25,95%
Apresenta	84,22%	53,69%	74,05%
Total	100%	100%	100%

Fonte: Elaborado pelo autor.

O Conselho Fiscal pode ser permanente, ou instalado, em segundo caso, a pedido de algum sócio ou grupo de sócios (IBGC, 2009). Em 59% das companhias o Conselho Fiscal é instalado. Nesse caso, as atividades de fiscalizar os administradores, analisar as demonstrações contábeis, e opinar nas propostas da administração, dentre outras funções assumidas pelo Conselho Fiscal somente serão desenvolvidas, caso haja a convocação momentânea do órgão.

O IBGC recomenda que em caso de conflito de interesses, não sendo possível uma negociação bem sucedida entre as partes, os conflitos deverão ser resolvidos por meio de arbitragem. Observou-se que 68% das empresas apresentam nos seus Estatutos a cláusula compromissória para a resolução de possíveis conflitos de interesse.

4.2 Associações entre as práticas de Governança Corporativa

As boas práticas de Governança Corporativa podem estar, de alguma forma, associadas, ou seja, determinadas práticas podem contribuir para a adoção de outras, por motivos estratégicos ou mesmo pela natural sinergia que possa haver entre as práticas de governança.

Percebe-se que ainda há uma grande quantidade de empresas que não atendem a orientação do IBGC quanto ao prazo de convocação da assembleia geral (Tabela 4). Essas companhias que não adotam um prazo de convocação mais estendido, em tempo suficiente para que haja o comparecimento do sócio, deveriam pelo menos adotar práticas de transmissão ele presente no local pelo motivo da não convocação com antecedência. Em 84,73% das companhias o prazo de convocação não é atendido e não há transmissão eletrônica da assembleia (Tabela 15). Nenhuma das empresas apresenta as duas práticas concomitantemente. Destaca-se ainda que apenas 3,20% das companhias que não atendem ao prazo de convocação recomendado pelo IBGC estão disponibilizando a transmissão eletrônica das assembleias para os seus acionistas.

Tabela 15 – Prazo de Convocação IBGC x Transmissão Eletrônica

Prazo de Convocação IBGC	Transmissão Eletrônica		Total	
	Não	Sim		
Não Atende	Frequência	333	11	344
	% Linha	96,80	3,20	100,00
	% Coluna	87,17	100,00	87,53
	% Total	84,73	2,80	87,53
Atende	Frequência	49	0	49
	% Linha	100,00	0,00	100,00
	% Coluna	12,83	0,00	12,47
	% Total	12,47	0,00	12,47
Total		382	11	393
		97,20	2,80	100,00
		100,00	100,00	100,00
		97,20	2,80	100,00

Fonte: Elaborado pelo autor.

Em relação ao canal de comunicação eletrônica destinado aos sócios o número reduz, 77,10% das empresas estão fora do prazo de convocação e ainda assim não têm um canal de comunicação eletrônica com os sócios (Tabela 16). Cerca de 10% das empresas estão fora do recomendado para o prazo de convocação e mantêm um meio de comunicação com seus acionistas, o que pode ser uma forma de incentivar a participação dos mesmos que podem até não comparecerem à reunião por conta da convocação sem antecedência.

Tabela 16 – Comunicação Eletrônica x Prazo de Convocação IBGC

Comunicação Eletrônica	Prazo de Convocação IBGC		Total	
	Não Atende	Atende		
Não	Frequência	303	29	332
	% Linha	91,27	8,73	100,00
	% Coluna	88,08	59,18	84,48
	% Total	77,10	7,38	84,48
Sim	Frequência	41	20	61
	% Linha	67,21	32,79	100,00
	% Coluna	11,92	40,82	15,52
	% Total	10,43	5,09	15,52
Total		344	49	393
		87,53	12,47	100,00
		100,00	100,00	100,00
		87,53	12,47	100,00

Fonte: Elaborado pelo autor.

O voto também pode ser influenciado pela transmissão eletrônica, já que os acionistas que estão tendo a reunião transmitida não irão participar da votação presencial e, por isso poderão votar por procuração ou outros canais, caso haja esses mecanismos de voto na organização. Desse modo, esse tipo de votação pode ajudar no andamento das reuniões, pois facilita o acesso dos sócios.

Os mecanismos de avaliação da diretoria contribuem para a composição da remuneração variável dos diretores executivos, por isso faz-se necessário a manutenção de práticas que possam avaliar o desempenho da diretoria conforme os resultados e as metas alcançadas. Espera-se que empresas que mantêm a avaliação formal da diretoria apresentem metas e premissas passíveis de serem auditadas, publicadas, e explicadas de acordo com a composição da remuneração variável. A Tabela 17 mostra que 66,41% das empresas mantêm as duas práticas. Destaca-se que dentre as companhias que apresentam políticas de remuneração variável para os seus diretores quase 79% apresentam métodos de avaliação formal da diretoria.

Tabela 17 – Remuneração Variável x Avaliação da Diretoria

Remuneração Variável	Avaliação da Diretoria		Total
	Não	Sim	
Não			
Frequência	32	30	62
% Linha	51,61	48,39	100,00
% Coluna	31,37	10,31	15,78
% Total	8,14	7,63	15,78
Sim			
Frequência	70	261	331
% Linha	21,15	78,85	100,00
% Coluna	68,63	89,69	84,22
% Total	17,81	66,41	84,22
Total			
	102	291	393
	25,95	74,05	100,00
	100,00	100,00	100,00
	25,95	74,05	100,00

Fonte: Elaborado pelo autor.

Como já visto anteriormente, as companhias têm aderido mais à prática de avaliação da diretoria do que a de avaliação do Conselho de Administração (Tabelas 13 e 14). Pode-se perceber que 46,82% das empresas não avaliam o conselho, mas avaliam a diretoria (Tabela 18). Somente 27,23% das companhias estão adotando a avaliação do conselho e da diretoria concomitantemente. Já as empresas que apresentam apenas a avaliação do Conselho totalizam 4,33%, confirmando que essa prática ainda não é tão utilizada quanto a avaliação da diretoria.

Tabela 18 – Avaliação do Conselho x Avaliação da Diretoria

Avaliação do Conselho		Avaliação da Diretoria		Total
		Não	Sim	
Não	Frequência	85	184	269
	% Linha	31,6	68,4	100
	% Coluna	83,33	63,23	68,45
	% Total	21,63	46,82	68,45
Sim	Frequência	17	107	124
	% Linha	13,71	86,29	100
	% Coluna	16,67	36,77	31,55
	% Total	4,33	27,23	31,55
Total		102	291	393
		25,95	74,05	100,00
		100	100	100,00
		25,95	74,05	100,00

Fonte: Elaborado pelo autor.

Na auditoria das informações, espera-se que não sejam prestados outros tipos de serviços para a empresa auditada. Isso deve ser observado, principalmente, por conta da boa reputação das companhias que realizam a auditoria independente das empresas observadas, que deve ser mais preocupada com a qualidade e a fidedignidade das informações auditadas e prezar pela máxima independência possível. É o que se pode observar na Tabela 19. Quase 63% das empresas são auditadas por companhias do *ranking* “*Big Four*” e também não prestam outro tipo de serviços além da auditoria, deixando evidente que nessas empresas podem-se obter informações mais confiáveis pela adoção das boas práticas de governança.

Tabela 19 – Reputação da Empresa de Auditoria x Serviços extra-auditoria

Reputação da Empresa de Auditoria		Serviços extra-auditoria		Total
		Sim	Não	
Não Big Four	Frequência	2	13	15
	% Linha	13,33	86,67	100,00
	% Coluna	1,50	5,00	3,82
	% Total	0,51	3,31	3,82
Big Four	Frequência	131	247	124
	% Linha	34,66	65,34	100,00
	% Coluna	98,50	95,00	31,55
	% Total	33,33	62,85	31,55
Total		133	260	393
		33,84	66,16	100,00
		100,00	100,00	100,00
		33,84	66,16	100,00

Fonte: Elaborado pelo autor.

O fato de a companhia ter um Conselho Fiscal permanente ou instalado não apresenta associações significativas com outras práticas de governança. Pode-se observar na Tabela 20

que apenas 34,10% das empresas têm Conselho permanente e remuneração variável da diretoria. Pouco mais de 80% da amostra que tem o seu Conselho fixo também apresenta remuneração variável. Observa-se menor quantidade de companhias (28,75%) adotando a avaliação da diretoria concomitantemente com a permanência do Conselho Fiscal. Ainda assim, destaca-se que 45,29% avaliam a diretoria, mas não tem Conselho Fiscal permanente.

Tabela 20 – Conselho Fiscal x Remuneração Variável x Avaliação da Diretoria

		Remuneração Variável		Avaliação da Diretoria		
		Não	Sim	Não	Sim	
Conselho Fiscal Permanente	Frequência	36	197	55	178	
	% Coluna	58,06	59,52	53,92	61,17	
	Não	% Linha	15,45	84,55	23,61	76,39
	% Total	9,16	50,13	13,99	45,29	
	Sim	Frequência	26	134	47	113
	% Coluna	41,94	40,48	46,08	38,83	
	% Linha	16,25	83,75	29,38	70,63	
	% Total	6,62	34,10	11,96	28,75	
Total		62	331	102	291	
		100,00	100,00	100,00	100,00	
		15,78	84,22	25,95	74,05	
		15,78	84,22	25,95	74,05	

Fonte: Elaborado pelo autor.

Quanto à remuneração variável, observa-se que 47,58% das companhias analisadas disponibilizam esse tipo de remuneração para os executivos e também apresentam o plano de opção de ações (*stock options*) como uma forma de remuneração variável (Tabela 21). Dentre as empresas que mantêm esse tipo de remuneração como parte integrante da remuneração dos gestores 56,50% está incrementando a remuneração com o *stock options*.

Tabela 21 – Remuneração Variável x *Stock Options*

Remuneração Variável		<i>Stock Options</i>		Total
		Não	Sim	
Não	Frequência	38	24	62
	% Linha	61,29	38,71	100,00
	% Coluna	20,88	11,37	15,78
	% Total	9,67	6,11	15,78
	Sim	Frequência	144	187
	% Linha	43,50	56,50	100,00
	% Coluna	79,12	88,63	84,22
	% Total	36,64	47,58	84,22
Total		182	211	393
		46,31	53,69	100,00
		100,00	100,00	100,00
		46,31	53,69	100,00

Fonte: Elaborado pelo autor.

Os setores que mais apresentam remuneração variável são o de energia e o de serviços, que são os setores mais representativos da amostra com 19% e 18% respectivamente. Da mesma forma, o percentual de *stock options* é maior nesses setores.

Conforme apresenta a Tabela 22, na distribuição por segmentos de listagem quase 63% das empresas que tem métodos de avaliação formal do Conselho estão listadas no Novo Mercado. Já nas companhias do Mercado Tradicional 95% não avaliam seus conselhos. Assim, pode-se perceber que embora essa prática ainda seja pouco utilizada, as companhias que já aderiram são aquelas com níveis mais elevados de Governança Corporativa, a partir do atendimento às exigências da BOVESPA.

Dentre as empresas que avaliam o Conselho, 98% preocupam-se em manter a maioria dos seus membros independentes e externos, isso pode ocorrer por existir um controle mais rígido na avaliação. De uma forma geral, 31% das companhias analisadas adotam a prática de avaliação formal do Conselho e mantêm conselheiros independentes e externos.

Tabela 22 – Avaliação e Independência do Conselho por segmento de listagem

Segmentos de Listagem	Avaliação do Conselho		Maioria Independente e Externo		
	Não	Sim	Não	Sim	
Nível 1	Frequência	39	28	2	65
	% Linha	58.21	41.79	28.57	16.84
	% Coluna	14.50	22.58	2.99	97.01
	% Total	9.92	7.12	0.51	16.54
Nível 2	Frequência	25	14	1	38
	% Linha	64.10	35.90	14.29	9.84
	% Coluna	9.29	11.29	2.56	97.44
	% Total	6.36	3.56	0.25	9.67
Novo Mercado	Frequência	127	78	0	205
	% Linha	61.95	38.05	0.00	53.11
	% Coluna	47.21	62.90	0.00	100.00
	% Total	32.32	19.85	0.00	52.16
Mercado Tradicional	Frequência	78	4	4	78
	% Linha	95.12	4.88	57.14	20.21
	% Coluna	29.00	3.23	4.88	95.12
	% Total	19.85	1.02	1.02	19.85
Total		269	124	7	386
		68.45	31.55	100.00	100.00
		100.00	100.00	1.78	98.22
		68.45	31.55	1.78	98.22

Fonte: Elaborado pelo autor.

Percebe-se que a preocupação em manter os membros do Conselho externos e independentes pode ser notada, principalmente nas empresas listadas no segmento Novo Mercado, até mesmo pela exigência desse Nível de Governança em manter a presença de no mínimo 20% dos conselheiros independentes. Em contrapartida, observa-se que no Mercado Tradicional já tem mais companhias atendendo a essa exigência do que nos outros níveis de Governança, até mesmo o Nível 2 que exige essa prática.

Assim, pode-se observar que as companhias já estão preocupando-se em manter melhores práticas de Governança, embora não sejam exigidas, ou seja, há a adesão voluntária dessas práticas. Ressalta-se que ainda há a necessidade da difusão dessas práticas, pelo menos entre as empresas que têm seus títulos negociados no mercado, para que possam ser bem vistas e como uma forma de garantir melhores resultados aos seus investidores.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A Governança Corporativa pode ser vista como um sistema que tem por objetivo alinhar os interesses de propriedade e gestão da empresa de modo a garantir que os interesses dos acionistas sejam respeitados e logre a maximização do valor da empresa. Neste sentido, a governança corporativa pode também ser entendida como uma forma de proteção e segurança dos acionistas, e, por extensão, de credores externos.

O objetivo desta pesquisa foi analisar o nível de adoção das boas práticas de Governança Corporativa adotadas pela empresa brasileira a partir de uma análise do conjunto de práticas recomendadas pelo IBGC, CVM e BM&FBOVESPA e das práticas efetivamente adotadas pela empresa brasileira.

Os resultados indicam que há certo avanço da atenção da empresa brasileira dada à questão da governança apesar de ainda haver práticas que as empresas brasileiras têm resistência em adotar. As empresas brasileiras estão adotando muitas das boas práticas recomendadas, podendo-se identificar evolução na adoção de algumas práticas como também a adoção de importantes práticas já pela maioria das companhias brasileiras.

As práticas recomendadas relacionadas ao Conselho de Administração são as mais adotadas pelas companhias, como por exemplo, tamanho do Conselho, maioria dos conselheiros externos e independentes, segregação de funções entre o presidente do Conselho e o diretor presidente, e prazo do mandato. Em relação às ações das companhias as práticas estão sendo bem adotadas quanto ao tipo de ação recomendada, percentual de *free float* e *tag along*, e tipo de voto do acionista controlador. A auditoria independente das companhias brasileiras está mostrando melhor qualidade ao observar-se a alta reputação das empresas que fazem este trabalho.

As companhias estão preocupando-se com a divulgação de mais informações para seus acionistas e para o mercado. Estão sendo divulgadas as políticas de negociação das ações, o Código de Conduta das organizações, as medições não contábeis e o relatório de sustentabilidade. O gerenciamento de risco também é uma política desenvolvida na maioria das organizações. Nota-se que os processos desenvolvidos pelas organizações são mais transparentes com adequada comunicação com o mercado.

É importante também mencionar que há necessidade de avanço em algumas práticas de boa governança recomendadas. Este é o caso de práticas relacionadas à assembleia geral, tais

como o prazo de convocação, transmissão eletrônica, permissão de inclusão de propostas de acionistas e comunicação eletrônica com os sócios. A avaliação formal do Conselho de Administração pela diretoria também é uma prática ainda pouco adotada pelas companhias, principalmente se comparada à avaliação da diretoria, que é uma prática já bem comum na maioria das empresas.

O conjunto de resultados aponta que a empresa brasileira está atenta à necessidade de avançar no nível de qualidade do sistema de Governança Corporativa. Este avanço indica mais respeito aos direitos de acionistas, notadamente minoritários. Melhor sistema de Governança Corporativa é também um indicativo de redução de assimetria informativa entre empresa e mercado, o que é relevante para melhorar a capacidade de financiamento da empresa.

REFERÊNCIAS

ÁLVARES, Elismar; GIACOMETTI, Celso; GUSSO, Eduardo. *Governança Corporativa: Um Modelo Brasileiro*. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008.

ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José Paschoal. *Governança Corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências*. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

ARAÚJO, A. O.; OLIVEIRA, M. C. Tipos de pesquisa. Trabalho de conclusão da disciplina Metodologia de Pesquisa Aplicada a Contabilidade - Departamento de Controladoria e Contabilidade da USP. São Paulo, 1997. Mimeografado.

BERTUCCI, Janete Lara de Oliveira; BERNARDES, Patrícia; BRANDÃO, Mônica Mansur. Políticas e práticas de governança corporativa em empresas brasileiras de capital aberto. *Revista de Administração*, São Paulo, v. 41, nº 2, p. 183-196, abr./maio/jun. 2006.

BM&FBOVESPA. *Segmentos de listagem*. 2014. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/solucoes-para-empresas/segmentos-de-listagem/o-que-sao-segmentos-de-listagem.aspx?Idioma=pt-br>>. Acesso em 26/03/2014.

_____. *Regulamento de listagem do Nível 1 de Governança Corporativa*. 2014a. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/download/Regulamento-de-Listagem-do-Nivel-1.pdf>>. Acesso em 26/03/2014.

_____. *Regulamento de listagem do Nível 2 de Governança Corporativa*. 2014b. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/download/Regulamento-de-Listagem-do-Nivel-2.pdf>>. Acesso em 26/03/2014.

_____. *Regulamento de listagem do Novo Mercado*. 2014c. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/download/Regulamento-de-Listagem-do-Novo-Mercado.pdf>>. Acesso em 26/03/2014.

_____. *Regulamento de listagem do Bovespa Mais*. 2014d. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/download/Regulamento-de-Listagem-do-Bovespa-Mais-vigente-a-partir-de-22-01-2014.pdf>>. Acesso em 26/03/2014.

_____. *Comparativo dos segmentos de listagem*. 2014e. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/solucoes-para-empresas/segmentos-de-listagem.aspx?Idioma=pt-br>>. Acesso em 26/03/2014.

BRASIL. *Lei n. 9.457*, de 5 de maio de 1997. Altera dispositivos da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as sociedades por ações e da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Presidência da República – Subchefia para assuntos Jurídicos. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L9457.htm >. Acesso em 15/11/2013

_____. *Lei n. 10.303*, de 31 de outubro de 2001. Altera e acrescenta dispositivos na Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a

Comissão de Valores Mobiliários. Presidência da República – Subchefia para assuntos Jurídicos. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/LEIS_2001/L10303.htm>. Acesso em 15/11/2013.

_____. *Lei n. 11.638*, de 28 de dezembro de 2007. Altera e revoga dispositivos da Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e da Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e estende às sociedades de grande porte disposições relativas à elaboração e divulgação de demonstrações financeiras. Presidência da República – Subchefia para assuntos Jurídicos. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2007-2010/2007/Lei/L11638.htm>. Acesso em 15/11/2013.

BRIDGER, Graciela V. Governança corporativa e os efeitos da adesão a níveis diferenciados de governança sobre o valor no mercado de capitais brasileiro. 2006. 54 p. Dissertação (Mestrado de Finanças). EPGE, Fundação Getúlio Vargas. Disponível em: <http://bibliotecadigital.fgv.br>. Acessado em 24/03/14.

CHIZZOTTI, Antonio. *Pesquisa em Ciências Humanas e Sociais*. São Paulo: Cortez, 1991.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). *Cartilha de governança corporativa*. 2002. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 10/11/2013.

CUERVO, Alvaro. *El Gobierno de la empresa: un problema de conflicto de intereses*. In: BUENO C. (dir. e coord.). *El gobierno de la empresa. En busca de la transparencia e la confianza*, p. 115-135, 2004.

GARCIA, Félix Arthur. *Governança Corporativa*. 2005. 41 p. Trabalho de Conclusão de Curso (Monografia) – Curso de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2005.

GIL, Antônio Carlos. *Como elaborar projetos de pesquisa*. São Paulo: Atlas. 2002.

GILSON, D. *Transparency, corporate governance and capital markets*. Latin American Corporate Governance Roundtable, São Paulo, 2000.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). *Código das melhores práticas de governança corporativa*. 4. ed. São Paulo: Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, 2009. 73p. Disponível em: www.ibgc.org.br.

JENSEN, Michael. *A theory of the firm: governance, residual claims, and organizational forms*. 1. ed. Harvard University Press, 2001a.

JENSEN, Michael. Value maximization, stakeholder theory and the corporate objective function. *Journal of Applied Corporate Finance*, v. 14, nº 3, 2001b.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, v. 3, nº 4, p. 305-360. 1976.

LA PORTA, Rafael, SHLEIFER, Andrei, LOPEZ-DE-SILANES, Florencio, VISHNY, Robert. Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, v. 58, p. 3-27, October, 2000.

MARCONI, Marina de Andrade; LAKATOS, Eva Maria. *Fundamentos de metodologia científica*. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

MARQUES, Romero Heitor et al. *Metodologia da Pesquisa e do Trabalho Científico*. Campo Grande: UCDB, 2006.

OLIVEIRA, Djalma de Pinho Rebouças de. *Governança corporativa na prática*. São Paulo: Atlas, 2006.

PRADANOV, Cleber Cristiano; FREITAS, Ernani Cesar de. *Metodologia do Trabalho Científico: Métodos e Técnicas da Pesquisa e do Trabalho Acadêmico*. 2. ed. Rio Grande do Sul: Feevale, 2013.

RICHARDSON, R. J. *Pesquisa social: métodos e técnicas*. 3 ed. São Paulo: Atlas, 2007.

ROCHA, Bruno; DAMASCENO, Pedro. Descobrimo o valor que o mercado não vê nas empresas. In: INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). *Uma década de governança: história do IBGC: marcos da governança e lições da experiência*. São Paulo: Saint Paul, 2006.

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, v. 52, nº 2, p. 737-783, 1997.

SILVA, André Luiz Carvalhal da. *Governança Corporativa e sucesso empresarial*. São Paulo: Saraiva, 2006.

SILVA, Edson Cordeiro da. *Governança corporativa nas empresas*. São Paulo: Atlas, 2006.

SILVEIRA, Alexandre di Miceli da. *Governança Corporativa no Brasil e no Mundo: teoria e prática*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. *Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil*. 2004. 250 p. Tese (Doutorado) – Faculdade de Economia Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

SILVEIRA, Alexandre di Miceli da; BARROS, Lucas Ayres Barreira de Campos. Determinantes da Qualidade da Governança Corporativa das Companhias Abertas Brasileiras. *Revista REAd*, Rio Grande do Sul, v. 14, nº 3, set./dez. 2008.

SILVEIRA, Alexandre di Miceli da; BARROS, Lucas Ayres Barreira de Campos; FAMÁ, Rubens. Estrutura de Governança e Desempenho Financeiro nas Companhias Abertas Brasileiras: Um Estudo Empírico. *Caderno de Pesquisas em Administração*, v. 10, nº 1, p. 57-71, jan./mar. 2003.

SOARES, Carlos Roberto Pena. *O Impacto da Governança Corporativa Sobre o Comportamento do Preço de Ações no Brasil: O Caso do Papel e Celulose, 2000 a 2003*. 2003.

97 p. Dissertação (Mestrado em Economia Aplicada). Universidade São Paulo, São Paulo, 2003.

STEINBERG, Herbert et al. *A Dimensão Humana da Governança Corporativa: Pessoas criam as melhores e as piores práticas*. 4. Ed. São Paulo: Editora Gente, 2003.

TERRA, Paulo Renato Soares; LIMA, João Batista Nast de. *Governança Corporativa e a reação do Mercado de Capitais à Divulgação das Informações Contábeis*. Curitiba, v. 2, nº 42, p. 36-37, dez. 2006.