



UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO, ATUÁRIA E
CONTABILIDADE
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO E
CONTROLADORIA

SILIO JACKSON APOLONIO PAULA

CONCENTRAÇÃO DE PROPRIEDADE E A ABORDAGEM DO PRATIQUE OU
EXPLIQUE: UM ESTUDO NAS EMPRESAS BRASILEIRAS

FORTALEZA

2024

SILIO JACKSON APOLONIO PAULA

CONCENTRAÇÃO DE PROPRIEDADE E A ABORDAGEM DO PRATIQUE OU
EXPLIQUE: UM ESTUDO NAS EMPRESAS BRASILEIRAS

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração e Controladoria da Universidade Federal do Ceará, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Administração e Controladoria. Área de concentração: Contabilidade, Controladoria e Finanças.

Orientadora: Profa. Dra. Editinete André Rocha Garcia.

FORTALEZA

2024

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação
Universidade Federal do Ceará
Sistema de Bibliotecas
Gerada automaticamente pelo módulo Catalog, mediante os dados fornecidos pelo(a) autor(a)

- P349c Paula, Sílio Jackson Apolonio.
Concentração de propriedade e a abordagem do pratique ou explique : um estudo nas empresas brasileiras / Sílio Jackson Apolonio Paula. – 2024.
99 f. : il. color.
- Dissertação (mestrado) – Universidade Federal do Ceará, Faculdade de Economia, Administração, Atuária e Contabilidade, Programa de Pós-Graduação em Administração e Controladoria, Fortaleza, 2024.
Orientação: Prof. Dr. Editinete André Rocha Garcia.
1. Cumprir ou explicar. 2. Governança corporativa. 3. Concentração de propriedade. I. Título.
CDD 658
-

SILIO JACKSON APOLONIO PAULA

CONCENTRAÇÃO DE PROPRIEDADE E A ABORDAGEM DO PRATIQUE OU
EXPLIQUE: UM ESTUDO NAS EMPRESAS BRASILEIRAS

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração e Controladoria da Universidade Federal do Ceará, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Administração e Controladoria. Área de concentração: Contabilidade, Controladoria e Finanças.

Aprovada em: 26/02/2024.

BANCA EXAMINADORA

Profa. Dra. Editinete André Rocha Garcia (Orientadora)
Universidade Federal do Ceará (UFC)

Prof. Dr. Vicente Lima Crisóstomo
Universidade Federal do Ceará (UFC)

Prof. Dr. Paulo Roberto de Carvalho Nunes
Universidade de Fortaleza (UNIFOR)

AGRADECIMENTOS

A Deus, por me capacitar e fortalecer durante toda esta caminhada.

À minha amada mãe, Lourdes de Paula, por suas orações, ajuda nos momentos em que preciso e incentivos ao longo do processo.

Sou grato também à minha esposa querida, Fabiana Lima, por sua compreensão, apoio e estímulo durante toda essa jornada em prol do meu objetivo, pois com ela ao meu lado tudo o que foi exigido de mim e todos os sacrifícios que fiz tornaram-se mais leves.

À minha orientadora, professora Dra. Editinete André da Rocha Garcia, por seu acompanhamento e capacidade de organizar minhas ideias durante toda essa trajetória.

Agradeço ao professor Dr. Vicente Lima Crisóstomo por toda a sua amizade, *expertise*, conhecimento e tempo compartilhados comigo.

Ao membro externo da banca, professor Dr. Paulo Roberto de Carvalho Nunes pelas valiosas contribuições e sugestões.

À Universidade Federal do Ceará (UFC), ao Programa de Pós-Graduação em Administração e Controladoria (PPAC) e à Faculdade de Economia, Administração, Atuárias e Contabilidade (FEAAC) pelo apoio acadêmico.

À Prefeitura Municipal de Iraporanga – Ceará pelo estímulo a qualificação dos seus servidores. Em especial, aos meus gestores: Amaro Pereira (Prefeito), Cleoto Bezerra (Vice-Prefeito) e à Secretária de Planejamento e Administração, Emília Leitão, pela compreensão das atribuições de um mestrando.

À Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior (CAPES) pelo suporte durante o mestrado.

Agradeço a todos os colegas de turma e a todos os amigos pessoais que a vida me deu e que me fortalecem com a sua torcida e energia positivas, pois de alguma forma estiveram e estão próximos, durante esses 2 anos e 9 meses de mestrado.

“Assim, quando o capital é transformado em propriedade comum, pertencente a todos os membros da sociedade, não é uma propriedade pessoal que se transforma em propriedade social. O que se transformou foi o caráter social da propriedade. Esta perde seu caráter de classe”. (Marx e Engels).

“Tempos difíceis criam homens fortes, homens fortes criam tempos fáceis. Tempos fáceis criam homens fracos, homens fracos criam tempos difíceis”. (Sheikh Rashid).

RESUMO

O estudo examina o efeito da concentração de propriedade nas práticas de governança da abordagem cumprir ou explicar das empresas brasileiras listadas na Comissão de Valores Mobiliários (CVM). O objetivo geral deste estudo é analisar o nível de influência da concentração de propriedade, setor regulado e tamanho no grau de adesão com a abordagem Pratique ou Explique adotada pelas empresas do mercado brasileiro. Os dados usados neste estudo foram obtidos dos relatórios anuais do “Informe do Código de Governança”, publicados no *site* da CVM, no período de 2018 a 2022, que formam a amostra de empresas analisadas. Usando uma simples técnica de coleta de dados pelo software “*Excel*” foi extraído os dados das empresas que, obrigatória ou voluntariamente, publicam o relatório referente à abordagem do Pratique ou Explique desde 2018 no Brasil. Com a amostra, os dados foram tratados no software “*Stata*” através de testes de correlação e de regressão linear múltipla para testar as hipóteses formuladas que revelaram que a abordagem do pratique ou explique é negativa e significativa relacionada com a concentração de propriedade. O estudo apresentou evidências de que o efeito “substituição” da concentração de propriedade é percebido na abordagem Pratique ou Explique dentro do contexto das empresas brasileiras. Sugere-se que investimento na qualidade e cumprimento do pratique ou explique, a fim de aumentar a adoção de práticas recomendadas, retirando o efeito negativo da concentração de propriedade com as influências positivas do setor e tamanho, do setor e tamanho das empresas.

Palavras-chave: Cumprir ou explicar. Governança corporativa. Concentração de propriedade.

ABSTRACT

The study examines the effect of ownership concentration on governance practices of the comply-or-explain approach of Brazilian companies listed on the Securities and Exchange Commission (CVM). The general objective of this study is to analyze the level of influence of ownership concentration, regulated sector and size on the degree of adherence with the Practice or Explain approach adopted by companies in the Brazilian market. The data used in this study were obtained from the annual reports of the “Governance Code Report”, published on the CVM website, from 2018 to 2022, which form the sample of companies analyzed. Using a simple data collection technique using the “Excel” software, data was extracted from companies that, obligatory or voluntarily, publish the report referring to the Practice or Explain approach since 2018 in Brazil. With the sample, the data was processed in the “Stata” software through correlation and multiple linear regression tests to test the formulated hypotheses that revealed that the practice or explain approach is negatively and significantly related to ownership concentration. The study presented evidence that the “substitution” effect of ownership concentration is perceived in the Practice or Explain approach within the context of Brazilian companies. It is suggested that investment in the quality and compliance of practice or explanation, in order to increase the adoption of best practices, removing the negative effect of concentration of ownership with the positive influences of sector and size, sector and size of companies.

Keywords: Comply or explain. Corporate governance. Ownership concentration.

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Características do código GT Interagentes (2016)	25
Quadro 2 – Agências reguladoras e setores	37
Quadro 3 – Exemplos de respostas “não” e “parcialmente”	41
Quadro 4 – Descrição das categorias da taxonomia	43
Quadro 5 – Descrição das variáveis, operacionalização, fonte de coleta e base teórica	48
Quadro 6 – Práticas mais adotadas no período de 2018 a 2022	59
Quadro 7 – Práticas menos adotadas no período de 2018 a 2022 com a resposta “não”	59
Quadro 8 – Práticas menos adotadas no período de 2018 a 2022 com a resposta “parcialmente”	60

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Relação entre governança corporativa, teoria da agência, contingencial e o Pratique ou Explique	29
---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	----

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Distribuição temporal das observações	40
Tabela 2 – Descritivo dos setores regulados	40
Tabela 3 – Pontuação das explicações do grau de adesão ao “Pratique ou Explique”	44
Tabela 4 – Quantitativo dos setores regulados e não regulados	46
Tabela 5 – Aderência às práticas recomendadas por dimensão da governança corporativa ..	52
Tabela 6 – Detalhamento da taxa de aderência da dimensão “acionistas”	54
Tabela 7 – Detalhamento da taxa de aderência da dimensão “conselho de administração” ..	55
Tabela 8 – Detalhamento da taxa de aderência da dimensão “diretoria”	55
Tabela 9 – Detalhamento da taxa de aderência da dimensão “órgãos de fiscalização e controle”	57
Tabela 10 – Detalhamento da taxa de aderência da dimensão “ética e conflitos de interesses”	58
Tabela 11 – Descritivo das variáveis independentes: concentração de propriedade (owvot), desempenho (ROA), endividamento (END) e tamanho (TAM)	62
Tabela 12 – Modelo de regressão para o grau de adesão médio total	63
Tabela 13 – Modelos grau de adesão para a dimensão de governança direito dos acionistas..	66
Tabela 14 – Modelos do grau de adesão da dimensão de governança composição e práticas do conselho de administração	68
Tabela 15 – Modelos do grau de adesão para a dimensão de governança composição e práticas da diretoria.....	69
Tabela 16 – Modelos do grau de adesão para a dimensão de governança órgãos de fiscalização e controle.....	70
Tabela 17 – Modelos do grau de adesão para a dimensão de governança ética e conflitos de interesse	71

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ANA	Agência Nacional das Águas
ANAC	Agência Nacional de Aviação Civil
ANCINE	Agência Nacional do Cinema
ANATEL	Agência Nacional de Telefonia
ANEEL	Agência Nacional de Energia Elétrica
ANP	Agência Nacional do Petróleo
ANS	Agência Nacional de Saúde
ANTAQ	Agência Nacional de Transportes Aquaviários
ANTT	Agência Nacional de Transportes Terrestres
ANVISA	Agência Nacional de Vigilância Sanitária
B3	Brasil, Bolsa e Balcão
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
GT Interagentes	Grupo de Trabalho Interagentes
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
IN	Instrução Normativa
OECD	Organização pela Cooperação e Desenvolvimento Econômico
OPA	Oferta Pública de Aquisição

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	14
1.1	Contextualização	14
1.2	Problematização	19
1.3	Objetivos	19
1.3.1	<i>Objetivo geral</i>	20
1.3.2	<i>Objetivos específicos</i>	20
1.4	Justificativa.....	20
2	REFERENCIAL TEÓRICO	23
2.1	Surgimento e conceito da abordagem Pratique ou Explique	23
2.2	Governança corporativa, teoria da agência, teoria contingencial e a abordagem do Pratique ou Explique	26
2.3	Governança corporativa e a abordagem do Pratique ou Explique no Brasil.....	29
2.4	Concentração de propriedade e grau de adesão ao Pratique ou Explique	31
2.5	Setor regulado e adesão ao Pratique ou Explique.....	35
2.6	Tamanho da empresa e adesão ao Pratique ou Explique.....	37
3	METODOLOGIA	39
3.1	Epistemologia da pesquisa.....	39
3.2	Universo e amostra.....	39
3.3	Dados e variáveis	41
3.4	Técnica e coleta de dados.....	45
3.4.1	<i>Concentração de propriedade</i>	45
3.4.2	<i>Setor de regulação</i>	46
3.4.3	<i>Tamanho</i>	46
3.5	Variáveis de controle: Rentabilidade (ROA) e Endividamento (END).....	47
3.6	Tratamento e análise dos dados	49
4	ANÁLISE DOS RESULTADOS	51
4.1	Análise descritiva da aderência às práticas de governança recomendadas.....	51
4.2	Análises dos detalhamentos da taxa de aderência às dimensões de Governança Corporativa.....	53
4.3	Análises das práticas recomendadas	59
4.4	Análises descritivas das variáveis independentes à aderência às práticas de	

	governança recomendadas	61
4.5	Influência da concentração de propriedade, regulação e tamanho no grau de adesão ao Pratique ou Explique.....	62
4.6	Análise da relação entre a concentração de propriedade e demais variáveis analisadas	72
5	CONCLUSÃO	74
	REFERÊNCIAS	78
	ANEXO A – PRÁTICAS RECOMENDADAS: CÓDIGO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA DO GT INTERAGENTES	89

1 INTRODUÇÃO

Esta seção destaca a finalidade e o alcance da proposta da dissertação. Inicia pela contextualização do tema que possibilita caracterizar o problema de pesquisa. Em seguida, informam-se o objetivo geral e os específicos, que são as intenções da pesquisa. Posteriormente, é apresentada a argumentação da justificativa do trabalho.

1.1 Contextualização

Governança corporativa é um sistema composto por um conjunto de práticas capazes de auxiliar na garantia de que os acionistas e credores terão a taxa máxima de retorno para seus investimentos (Shleifer; Vishny, 1997). Ela surge como um meio de mecanismos para acionistas e gerentes resolverem conflitos de agência assumidos entre diretores e agentes (Berle; Means, 1932). Tais mecanismos de governança corporativa podem ser desenvolvidos internamente ou externamente à empresa (Fama; Jensen, 1983). Eles são propostos como capazes de contribuir para melhorar as percepções de eficácia corporativa (Brammer; Millington; Pavelin, 2009) e também para aumentar a confiança nos mercados de capitais (Kumaran; Thenmozhi, 2016). Nesse sentido, espera-se que empresas com melhores práticas de governança corporativa sejam mais valorizadas pelos *stakeholders* e obtenham ganhos (Prudêncio, 2020).

No que tange à implementação, os códigos de governança corporativa podem ser incorporados à legislação, como as recomendações impostas no mercado norte-americano pela Lei Sarbanes-Oxley, ou ser de adesão voluntária, como o Cadbury Report, publicado na Inglaterra em 1992 (Aguilera; Cuervo-Cazurra, 2009). Claessens e Yurtoglu (2013) entendem que os códigos de governança corporativa com adoção voluntária estão levando mais a uma convergência formal do que seriam boas práticas do que a uma efetiva adoção destas práticas, que permanecem heterogêneas entre as empresas.

A divulgação da conformidade com os códigos de governança corporativa pode ser obrigatória ou voluntária (Cuomo; Mallin; Zattoni, 2016). Dentre os modelos de divulgação obrigatória, destaca-se a abordagem pratique ou explique, segundo a qual, caso a empresa não adote determinada prática requerida no código, deve explicar o motivo pelo qual não o faz (Aguilera; Cuervo-Cazurra, 2009). O objetivo da abordagem pratique ou explique é proporcionar aos investidores a realização da avaliação das justificativas da não conformidade às práticas recomendadas, dadas as circunstâncias da empresa (Keay, 2014). Sua popularidade

se baseia na ideia de que os determinantes do tipo e da gravidade dos custos da agência decorrem da estrutura de propriedade e controle da empresa, que diferem entre os países e indústrias, e que as práticas de governança corporativa devem refletir tais diferenças (Luo; Salterio, 2014).

Em 2016, foi elaborado o Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas (“Código”) foi produzido pelo Grupo de Trabalho Interagentes (GT Interagentes), coordenado pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) e outras entidades relacionadas ao mercado de capitais.

O Código do GT Interagentes tem o objetivo de propor discussões e ações para elevar a competitividade do Brasil com melhorias do ambiente regulatório, incentivo ao incremento de fontes de financiamento de longo prazo e atração de recursos que possam assegurar condições adequadas para a expansão da atividade econômica e para o desenvolvimento do país (GT Interagentes, 2016).

A observação da tendência internacional de regulação de práticas de governança corporativa por meio da abordagem conhecida como “aplique ou explique” ou Pratique ou Explique (“*apply or explain*”, “*comply or explain*” e “*if not, why not*”) foi o que levou o GT Interagentes a constituir um subgrupo, em maio de 2014, com a missão de discutir convergências de diretrizes para adoção de uma abordagem semelhante no Brasil (GT Interagentes, 2016).

As regulamentações de governança corporativa de “tamanho único” (SOX, 2002) geralmente recomendam as mesmas práticas de governança corporativa para todos os tipos de empresas, apesar da evidência de que o tipo e a gravidade dos problemas de agência diferem entre empresas com diferentes estruturas de propriedade e controle (Chen; Nowland, 2010; Jensen; Meckling, 1976; Shleifer; Vishny, 1986).

A abordagem “cumprir ou explicar” baseia-se na ideia de que, com a divulgação obrigatória por parte das empresas, os participantes do mercado podem “proteger o preço”; assim, as forças de mercado irão disciplinar as empresas (Baiman; Verrecchia, 1996). A conformidade com a abordagem pratique ou explique (por divulgação ou não conformidade declarada com explicação) sugere que os gestores estão tentando aproveitar as assimetrias de informação com os acionistas e reduzir o nível de monitoramento de suas ações (Luo; Salterio, 2014).

As empresas brasileiras tiveram que reportar a observância do cumprir ou explicar com as recomendações de um código oficial de governança corporativa pela primeira vez em 2018. Este código foi introduzido por meio da Instrução Normativa (IN) n. 586 da Comissão

de Valores Mobiliários (CVM), de 8 de junho de 2017. A avaliação das explicações de descumprimento, especialmente sua ausência ou redação pouco informativa, são fundamentais para o sucesso da IN n. 586 da CVM. Em 2022, a CVM com a Resolução CVM 80/2022 (que revogou a Instrução CVM 586/17), todas as companhias registradas na categoria “A” são requeridas a entregar o Informe sobre o Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas (Código) – uma oportunidade de refletir e informar ao mercado sobre as práticas que já fazem parte da sua governança e explicar a sua adesão parcial ou não adesão às demais práticas recomendadas.

No primeiro ano de adoção das cláusulas do *pratique ou explique no Brasil*, verificou-se que não eram informativas e não estavam alinhadas com a abordagem do *pratique ou explique*, enfatizando a descrição de práticas alternativas sem explicar as razões para a não aderência ao se avaliar quantitativamente a associação entre algumas características das empresas e a qualidade das práticas de governança e sua evidenciação (Manzanares; Leal, 2020). A essência do *pratique ou explique* é muito mais abrangente do que enviar uma lista de recomendações para que as companhias assinalem o que cumpriram e o que não cumpriram. A fundamentação está na explicação dos motivos para não aderência às práticas recomendadas (Santiago, 2021).

Estudos demonstram que, com a introdução dos índices de governança corporativa da bolsa de valores, as práticas de governança se aprimoraram no Brasil desde o ano 2000 (Black; Carvalho; Sampaio, 2014; Leal, 2004). Entretanto, apesar da evolução, dados de 2013 da Organização pela Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OECD) apontam que o ambiente de governança corporativa brasileiro ainda é representado por concentração de propriedade (companhias geralmente controladas por uma família ou pelo Estado, multinacionais ou controle compartilhado); baixos níveis de *free float* que é a quantidade de ações livres em negociação no mercado (se comparado com mercados mais desenvolvidos) e uso considerável de ações preferenciais sem direito a votos (Santiago, 2021).

A estrutura de propriedade também pode enviar um sinal para as partes interessadas, considerando que ela demonstra como é definida a combinação de controle e a tomada de decisão da empresa (Delgado-García; Quevedo-Puente; Fuente-Sabaté, 2010). Um importante aspecto da estrutura de propriedade diz respeito ao nível de concentração acionária. Outra faceta da estrutura de propriedade está relacionada à configuração do controle acionário. Quando a concentração acionária se encontra mais dispersa, os conflitos de interesse entre proprietário e gestor são mais claramente perceptíveis em decorrência de um gestor cheio de poder e da pulverização de ações, ou de poder, acionistas (Jensen;

Meckling, 1976; La Porta *et al.*, 2000a; Young *et al.*, 2008). Esse cenário é mais comum em países de sistema jurídico *Common Law*, como os Estados Unidos e Inglaterra (Brandão; Crisóstomo, 2015). Contudo, o Brasil e demais países da América Latina têm a característica de alta concentração acionária, ou seja, a presença de acionistas majoritários no controle da empresa (Brandão; Crisóstomo, 2015; Bozec; Bozec, 2007; Crisóstomo; Brandão, 2019; Young *et al.*, 2008).

Brandão (2019) dividiu a configuração do controle em três: controle majoritário, controle compartilhado e controle disperso. Pesquisas apontam que essa característica também pode afetar a reputação corporativa (Brammer; Millington, 2005; Fombrun; Shanley, 1990; Pavelin; Brammer, 2006). Ao pesquisar um país de *Civil Law*, Delgado-García, Quevedo-Puente e Fuente-Sabaté (2010) demonstraram que a presença de 18 investidores institucionais corrói a reputação corporativa. Além disso, empresas familiares podem colocar os interesses da família em primeiro lugar, deixando para segundo plano os interesses gerais (Jara-Bertin; López-Iturriaga; López-De-Foronda, 2008), portanto afetando o atendimento dos interesses dos *stakeholders*.

Luo e Salterio (2014) – ao estudarem a divulgação de governança corporativa pratique ou explique pelas empresas canadenses – apontam como vantagem do regime de governança pratique ou explique o fato das empresas poderem adaptar suas próprias práticas de governança para atender às suas necessidades subjacentes com base no *trade-off* entre custos e benefícios resultantes de monitoramento adicional, em vez de incorrer em custos de conformidade para práticas obrigatórias que não agregam valor e/ou criam custos adicionais para as empresas (Adams; Hermalin; Weisbach, 2010).

A estrutura de capital é tema relevante para a prosperidade e manutenção das companhias; percebe-se a relevância do tema, uma vez que ele não é analisado apenas na gestão financeira da empresa, e sim em toda a entidade, que discute a necessidade de capital e o modo de sua utilização (Marques, 2011). A análise dos fatores que influenciam a forma de financiamento das empresas é apontada como pesquisa relevante, especialmente em mercados em desenvolvimento, considerando que as teorias a respeito da estrutura de capital têm sido elaboradas baseadas em economias desenvolvidas (Albanez; Valle, 2009a, 2009b; Brito; Corrar; Batistella, 2007; Favato; Rogers, 2008; Medeiros; Daher, 2008).

Sob o arcabouço de distintas proposições teóricas, *Trade-off* (estrutura ideal de capital com uma compensação entre capital próprio e de terceiros), *Pecking order* (hierarquia de fontes de financiamento), Sinalização (divulgação de boas perspectivas futuras para o mercado), Agência (conflitos de interesses refletem na forma de financiamento da companhia)

e *Market timing* (prática oportunista de emissão de ações), vários fatores têm sido propostos como capazes de influenciar a estrutura de capital da empresa.

No Brasil, verificou-se que a teoria *Pecking order* é a mais discutida em trabalhos acadêmicos sobre estrutura de capital, seguido das seguintes teorias: Agência, *Trade-off* e Modigliani-Miller (Coelho *et al.*, 2013). Portanto, verifica-se que a teoria *Pecking order* é mais utilizada nacionalmente, evidenciando sua importância e relevância para a estrutura de capital das empresas brasileiras (Crisóstomo; Pinheiro, 2015).

Quando a divulgação das práticas recomendadas é obrigatória, a eficácia dos códigos de governança corporativa tende a ser maior, uma vez que o mecanismo disciplinar do mercado funciona melhor com a divulgação de informações sobre a adoção e/ou justificativa (Cuomo; Mallin; Zattoni, 2016). A partir da avaliação do nível de adoção de práticas de governança corporativa relatado pela empresa e das justificativas apresentadas para a não conformidade, o mercado pode penalizar a não adoção através da redução do preço da ação, ou aceitar a justificativa apresentada pela empresa (MacNeil; Li, 2006). Neste sentido, o informe de governança pode servir como instrumento de avaliação da qualidade da estrutura de governança corporativa adotada pelas empresas brasileiras de capital aberto.

As primeiras pesquisas empíricas indicam crescimento no nível de aderência às práticas recomendadas (IBGC, 2019b, 2020, 2021) e que a divulgação do informe de governança impacta o valor da empresa brasileira (Mingone *et al.*, 2020), mas as justificativas relatadas para a não observância das práticas recomendadas são genéricas e pouco esclarecedoras (IBGC, 2019a, Manzanares; Leal, 2020). O estudo de Manzanares e Leal (2020) que se aprofundou nas explicações de 2018, primeiro ano do *pratique ou explique* no Brasil, constatou que algumas características como tamanho, concentração de propriedade e desempenho estavam associadas à decisão da empresa em explicar a não aderência de forma mais genérica ou não informativa ou ainda justificar o contexto específico para não adoção. Contudo, por se tratar do primeiro ano, não puderam concluir de forma definitiva sobre a influência dessas características.

Manzanares e Leal (2020) analisaram as explicações para o não cumprimento das práticas recomendadas no primeiro ano de aplicação do informe de governança – 2018. Os autores encontraram evidência de que a maioria das empresas não explicou as inobservâncias de forma adequada, recorrendo a explicações genéricas e pouco esclarecedoras. Ademais, os autores identificaram que empresas estatais apresentaram maior aderência às práticas, e que tamanho e desempenho da empresa estão relacionados positivamente ao índice de adoção, enquanto a concentração de propriedade e risco de mercado apresentam relação negativa.

Ainda há pouca literatura sobre a aplicação da abordagem *pratique ou explique* no mercado de capitais brasileiro. Desde o início da obrigatoriedade do informe de governança, o IBGC realiza uma pesquisa anual sobre o nível de aderência das empresas às práticas recomendadas (IBGC, 2019a, 2019b, 2020, 2021). De forma geral, observa-se aumento da taxa de aderência média das empresas às práticas entre 2018 e 2021, e que empresas estatais e empresas listadas nos segmentos especiais da B3 apresentam maior nível de aderência. A pesquisa referente ao ano de 2018 (IBGC, 2019a), além de identificar o nível de aderência às práticas recomendadas, fez uma análise qualitativa das explicações das pelas empresas para a não conformidade, identificando que raramente estas explicações realmente apontam para justificativas adequadas.

A lacuna que este estudo propõe preencher é analisar as empresas brasileiras que mais cumprem ou explicam as recomendações do princípio *pratique ou explique* levando em consideração o próprio índice de aderência ao código e a relação com a variável: concentração de propriedade; para que se possa concluir de forma mais abrangente sobre a influência dessa característica das empresas brasileiras na conformidade com a abordagem *pratique ou explique*. Como também avançar o trabalho de Manzares e Leal (2020) para a relação da conformidade da abordagem do *pratique ou explique* com as dimensões de governança (acionistas, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e ética e conflitos de interesse) das empresas brasileiras no período de 2018 a 2022. Além disso, países de lei civil têm dificuldade na efetividade do cumprir ou explicar quando comparados com a conformidade em países de lei comum (Brandão, 2022; Cuomo; Mallin; Zattoni, 2016; MacNeil; Li, 2006; Santiago, 2021).

1.2 Problematização

Do exposto acima, surge a questão problema da presente pesquisa: **Qual o nível de influência da concentração de propriedade, setor regulado e tamanho no grau de adesão com a abordagem *pratique ou explique* adotada pelas empresas do mercado brasileiro?**

1.3 Objetivos

Este trabalho objetiva avaliar o efeito da concentração de propriedade sobre a abordagem do “*comply or explain*” da empresa brasileira. Deste modo, pretende-se contribuir

adicionalmente para a literatura que tem pesquisado o efeito de aspectos da estrutura de propriedade sobre a abordagem do cumprir ou explicar. Trabalhos anteriores têm documentado evidência que aponta para o efeito negativo do excesso de poder de acionistas controladores sobre o cumprir ou explicar no Brasil (Brandão, 2022; Manzanares; Leal, 2020; Mingone *et al.*, 2020).

1.3.1 Objetivo geral

Esta pesquisa sugere que a concentração de propriedade de uma empresa emite sinais que podem afetar a sua aderência à abordagem pratique ou explique. Deste modo, considerando as características do mercado brasileiro, o estudo tem como **objetivo geral analisar o nível de influência da concentração de propriedade, pertinência da empresa a um setor regulado e tamanho da empresa no grau de adesão com a abordagem Pratique ou Explique adotada no mercado brasileiro.**

1.3.2 Objetivos específicos

Para atingir o objetivo geral, têm-se os seguintes objetivos específicos:

- 1) Analisar as características das informações relatadas pelas empresas do mercado brasileiro alusivas à abordagem Pratique ou Explique , sob a ótica do Código Brasileiro de Governança;
- 2) Relacionar a concentração de propriedade, setor regulado e o tamanho das empresas do mercado brasileiro com as correspondentes características das informações relatadas sobre a abordagem Pratique ou Explique adotada.

1.4 Justificativa

As pesquisas sobre a aderência ao pratique ou explique geralmente têm sido elaboradas em países desenvolvidos, os quais têm economias sólidas (Leal; Manzanares, 2020). Os autores aponta que o Brasil é um dos primeiros países de mercado emergente a adotar o pratique ou explique e, muito possivelmente, o primeiro da América Latina.

Nos países em que há uma segurança jurídica para o mercado de capitais com a adoção de uma legislação rígida e eficiente que protegem os direitos dos acionistas com

elevado *enforcement* (garantia legal), os mecanismos externos de monitoramento e controle garantem a qualidade da governança corporativa das empresas, o que permite uma menor variação entre os sistemas de governança corporativa das empresas (Durnev; Kim, 2005). Já em países de baixa proteção legal, a pressão do mercado de capitais para que as empresas aperfeiçoem seus sistemas internos de governança exige uma necessidade maior (Claessens; Yurtoglu, 2013).

No que tange à implementação, os códigos de governança corporativa podem ser incorporados à legislação, como as recomendações impostas no mercado norte-americano pela Lei Sarbanes-Oxley, ou ser de adesão voluntária, como o *Cadbury Report*, publicado na Inglaterra em 1992 (Aguilera; Cuervo-Cazurra, 2009). Claessens e Yurtoglu (2013) entendem que os códigos de governança corporativa com adoção voluntária estão levando mais a uma convergência formal do que seriam boas práticas do que a uma efetiva adoção destas práticas, que permanecem heterogêneas entre as empresas.

A divulgação da conformidade com os códigos de governança corporativa pode ser obrigatória ou voluntária (Cuomo; Mallin; Zattoni, 2016). Dentre os modelos de divulgação obrigatória, destaca-se a abordagem *Pratique ou Explique*, segundo a qual, caso a empresa não adote determinada prática requerida no código, deve explicar o motivo pelo qual não o faz (Aguilera; Cuervo-Cazurra, 2009). O objetivo da abordagem *Pratique ou Explique* é proporcionar aos investidores a realização da avaliação das justificativas da não conformidade às práticas recomendadas, dadas às circunstâncias da empresa (Keay, 2014). Sua popularidade se baseia na ideia de que os determinantes do tipo e da gravidade dos custos da agência decorrem da estrutura de propriedade e controle da empresa, que diferem entre os países e indústrias, e que as práticas de governança corporativa devem refletir tais diferenças (Luo; Salterio, 2014).

No Brasil, Manzares e Leal (2020) e Mingone *et al.* (2020) analisaram as explicações para o não cumprimento das práticas recomendadas no primeiro ano de aplicação do informe de governança – 2018. Os autores encontraram evidência de que a maioria das empresas não explicou as inobservâncias de forma adequada, recorrendo a explicações genéricas e pouco esclarecedoras. Ademais, os autores identificaram que empresas estatais apresentaram maior aderência às práticas, e que tamanho e desempenho da empresa estão relacionados positivamente ao índice de adoção, enquanto a concentração de propriedade e risco de mercado apresentam relação negativa (Manzares; Leal, 2020; Mingone *et al.*, 2020).

Brandão (2022) encontrou resultados dentro do mercado de capitais brasileiro que

indicam crescimento do nível de conformidade às práticas de governança corporativa no período analisado. As estimações revelam que a adoção de práticas de governança corporativa está positivamente relacionada com o valor da empresa, em especial práticas relativas a acionistas, conselho de administração, órgãos de fiscalização e controle e ética e conflitos de interesse. Ademais, observou-se que esta relação é estatisticamente significativa apenas em empresas com maior concentração de controle e maior rentabilidade.

No estudo de Santiago (2021) foi verificado que a análise do conteúdo da maioria das explicações divulgadas pelas empresas brasileiras quanto ao *Pratique ou Explique* busca descrever as práticas alternativas empregadas sem justificar os motivos da não adoção da prática recomendada, o que levantou a questão sobre se o modelo regulatório “*soft law*” (lei comum) baseado no *Pratique ou Explique* é eficaz no Brasil.

Este trabalho justifica-se por oferecer uma avaliação do grau de adesão ao cumprir ou explicar a partir da obrigatoriedade do *Pratique ou Explique* no Brasil, no período de 2018 a 2022, levando em conta o ambiente institucional de lei civil no qual o Brasil está inserido, o fato de ser uma economia emergente e o pioneirismo de adoção na América Latina; pois a maioria dos estudos se limita à Europa (Manzanares; Leal, 2020; Santiago, 2021).

Nos resultados do trabalho de Arcot, Bruno e Faure-Grimaud (2010) foi verificado que as empresas do Reino Unido que fornecem explicações tendem a manter as mesmas explicações ao longo do tempo, o que pode sugerir que os acionistas não estão dando a atenção necessária para o *Pratique ou Explique* ou que só se importam quando o desempenho corporativo é ruim. Partindo desse ponto, o trabalho é relevante por explorar o comportamento das empresas brasileiras ao longo do tempo, no período de 2018 a 2022, quanto ao grau de cumprimento e explicação das informações ou de não cumprimento no avançar dos anos da obrigação legal do *Pratique ou Explique* no Brasil.

Os aspectos que produzem efeitos na adoção do *Pratique ou Explique* no Brasil ainda não são totalmente conhecidos, e muitas vezes não cobrem todo seu escopo e riqueza conceitual (Manzanares; Leal, 2020; Santiago, 2021). Partindo disso, a lacuna que este estudo propõe preencher é analisar as empresas brasileiras que mais cumprem ou explicam as recomendações da abordagem *Pratique ou Explique* levando em consideração a relação com o atributo: concentração de propriedade (concentração de direitos de votos) para que se possa concluir de forma mais abrangente sobre a influência dessa característica empresarial no grau de adesão ao *Pratique ou Explique* no período de 2018 a 2022. A pesquisa apresenta importância para a literatura na medida em que se necessita conhecer a influência da concentração de propriedade como atributo que influencia na adoção do cumprir ou explicar

no Brasil, portanto, contribuindo para o enriquecimento dos estudos neste ambiente.

Diante desses fatores, o estudo se justifica pela importância em fomentar novas discussões sobre a aderência ao Pratique ou Explique e a concentração de propriedade com a possível capacidade desse atributo da empresa em influenciar a conformidade com as práticas de governança corporativa do Pratique ou Explique em mercados emergentes como o do Brasil que é caracterizado pela alta concentração de propriedade.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Esta seção apresenta a base teórica do estudo e é constituída de quatro tópicos. O primeiro traz a abordagem conceitual do Pratique ou Explique. O segundo apresenta a relação das Teorias da Agência e Contingencial, a Governança Corporativa e a abordagem Pratique ou Explique. O tópico três apresenta o esforço da literatura para a construção de métricas que possam analisar a concentração de propriedade, o setor regulado de atuação das empresas e o tamanho das empresas com as práticas da abordagem Pratique ou Explique; a proposição das hipóteses de pesquisa e outros atributos das empresas.

2.1 Surgimento e conceito da abordagem Pratique ou Explique

A abordagem do Pratique ou Explique surgiu no Reino Unido em 1992 com o Relatório *Cadbury*, em resposta aos escândalos financeiros da época (Efigénia, 2015). No *Action Plan*, divulgado em maio de 2003, pela Comissão Europeia foi afirmado que as sociedades cotadas deveriam ser obrigadas a incluir nos seus documentos anuais uma declaração coerente e descritiva, que enumerasse os elementos fundamentais das suas estruturas e práticas no domínio do governo das sociedades (Efigénia, 2015).

O modelo Pratique ou Explique é amplamente aceito e reconhecido internacionalmente como o que melhor se adequa a códigos de práticas de governança corporativa. Esse sistema reconhece que a prática da governança corporativa é uma jornada e não deve se traduzir em um modelo rígido de regramento aplicável igualmente a todas as companhias. Pelo contrário, ele é principiológico e flexível, dando às companhias a liberdade para explicar a eventual não adoção de determinada prática (GT Interagentes, 2016).

O propósito do modelo Pratique ou Explique é permitir que o mercado possa decidir se as práticas adotadas por determinada companhia são adequadas em vista dos padrões de governança do Código, do estágio de desenvolvimento da companhia e das

explicações fornecidas (GT Interagentes, 2016).

A aplicação deste princípio, conforme Efigénia (2015), foi concebido para permitir uma maior flexibilidade às empresas, pois considera que as empresas não são todas iguais, não devendo, portanto, serem sujeitas a um conjunto de regras rígidas. Este princípio, ao combinar um código voluntário com normas injuntivas sobre a divulgação do seu cumprimento ou não, procura reunir o melhor da *soft law* e da *hard law* (Efigénia, 2015).

As regulamentações de governança corporativa de “tamanho único” (SOX, 2002) geralmente recomendam as mesmas práticas de governança corporativa para todos os tipos de empresas, apesar da evidência de que o tipo e a gravidade dos problemas de agência diferem entre empresas com diferentes estruturas de propriedade e controle (Chen; Nowland, 2010; Jensen; Meckling, 1976; Shleifer; Vishny, 1986).

A abordagem “cumprir ou explicar” baseia-se na ideia de que, com a divulgação obrigatória por parte das empresas, os participantes do mercado podem “proteger o preço”; assim, as forças de mercado irão disciplinar as empresas (Baiman; Verrecchia, 1996).

A não conformidade (por não divulgação ou não conformidade declarada sem explicação) sugere que os gestores estão tentando aproveitar as assimetrias de informação com os acionistas e reduzir o nível de monitoramento de suas ações. A adoção de uma “melhor prática” indica que os custos de adaptar uma alternativa específica da empresa a uma prática recomendada excedem os custos associados à adoção mesmo de uma “melhor prática” não ideal (Luo; Salterio, 2014).

Os custos da adoção de uma prática de governança sugerida incluem:

- a) o custo de oportunidade de conformidade, ou seja, o custo associado à adoção das diretrizes de melhores práticas comparado ao custo do arranjo ótimo (Macneil; Li, 2006);
- b) o custo de mudar o foco da gestão da criação de riqueza, uma vez que tempo e recursos são usados para satisfazer os requisitos de monitoramento adicional (Adams; Ferreira, 2007);
- c) os custos de conformidade desembolsados associados à adoção.

A IN 586 da CVM, de 08/06/2017, introduziu o primeiro código de governança corporativa com a obrigatoriedade da abordagem *Pratique ou Explique* no Brasil. Sua redação foi fruto do esforço coletivo de 11 instituições ligadas ao mercado de capitais brasileiro. As empresas de capital aberto brasileiras foram obrigadas a arquivar as suas declarações de

conformidade por meio de um formulário disponibilizado pela CVM, pela primeira vez, em 2018. O código elaborado pelo GT Interagentes, em 2016, apresenta, conforme Manzanares e Leal (2020), as seguintes características, conforme o Quadro 1 a seguir.

Quadro 1 – Características do código GT Interagentes (2016)

Característica	Função
Princípios	Apresentar os valores centrais da governança corporativa
Fundamentos	Explicar e sustentar os princípios
Recomendações	Práticas de governança
Diretrizes	Instruir e orientar sobre como explicar os desvios das recomendações

Fonte: elaborado pelo autor com base na revisão de literatura.

O código brasileiro de governança corporativa, de 2016, contém 5 (cinco) conjuntos (dimensões) de recomendações: 1. Acionistas; 2. Conselho de Administração; 3. Diretoria; 4. Órgãos de Fiscalização e Controle; e 5. Ética e Conflito de Interesses. Os quatro primeiros apresentam fundamentos e práticas recomendadas para os órgãos que compõem o sistema de governança das companhias, enquanto o quinto trata de padrões de conduta e comportamento aplicáveis a um ou mais agentes (GT Interagentes, 2016).

O IBGC (2018) reporta que o informe sobre o código de governança corporativa é um processo dinâmico que propicia uma reflexão contínua e um aprimoramento nas práticas de governança e na comunicação com a sociedade. É prematuro afirmar que a adoção do Pratique ou Explique no Brasil está sendo bem-sucedida, mas há evidências de que há maior adoção das práticas do código (Santiago, 2021).

Hooghiemstra (2012) estudou a relação entre a qualidade das informações prestadas para explicar a não aderência pelas companhias listadas na Holanda entre 2005 e 2009 e os atributos das companhias. Concluiu que companhias que possuem número menor de analistas que acompanham seus resultados, propriedade diluída, conselhos menos independentes tendem a ter uma abordagem mais simbólica com relação ao Pratique ou Explique com maior quantidade de respostas genéricas e não informativas. O mercado de capitais brasileiro é caracterizado por propriedade concentrada, em muitos casos com os fundadores originais da companhia ou acionistas controladores (Manzanares; Leal, 2020), mas a existência de conselhos menos independentes, também no Brasil, pode estar relacionada a uma menor aderência ao código ou explicações mais superficiais (Santiago, 2021).

2.2 Governança corporativa, teoria da agência, teoria contingencial e a abordagem do Pratique ou Explique

Em publicações anteriores, a literatura acadêmica evidencia que os ambientes legal e institucional conduzem a especificidades no sistema de governança corporativa em função da proteção dada a acionistas minoritários e credores (Brandão; Crisóstomo, 2015). Uma melhor e elevada proteção dos *stakeholders* tende estar relacionada com a melhor qualidade da governança corporativa, ao contrário da governança mais fraca (Brandão; Crisóstomo, 2015; Chhaochharia; Laeven, 2009; Claessens; Yurtoglu, 2013; Durnev; Kim, 2005; Klapper; Love, 2004). O contexto do Brasil apresenta sinais de fraca proteção a pequenos acionistas e credores com elevada concentração de propriedade (Aldrighi; Mazzer Neto, 2005, 2007; Leal; Silva; Valadares, 2002).

A governança corporativa surgiu como uma forma de mitigar problemas de agência existentes entre *insiders* e investidores externos (Misangyi; Acharya, 2014). De forma especial, estes conflitos são mais observáveis nas sociedades anônimas de capital aberto, em que há negociação pública de ações da empresa e existe uma separação mais clara entre propriedade e gestão. Neste contexto, a governança corporativa pode ser entendida como um conjunto de mecanismos que visam assegurar o adequado retorno dos investidores externos (Shleifer; Vishny, 1997).

Em países cujo mercado de capitais apresenta forte proteção legal aos direitos dos acionistas e com alto *enforcement*, os mecanismos externos de controle tendem a garantir a qualidade da governança corporativa das empresas, havendo menor variação entre os sistemas de governança corporativa das empresas (Durnev; Kim, 2005). Em países com fraca proteção legal, entretanto, a pressão do mercado de capitais para que as empresas aprimorem seus sistemas internos de governança passa a ser mais necessária (Claessens; Yurtoglu, 2013).

A governança corporativa pode ser entendida como um conjunto de mecanismos responsáveis por assegurar que os investidores tenham o retorno adequado de seus investimentos (Shleifer; Vishny, 1997). Esses mecanismos podem ser divididos em externos, sendo estes geridos fora da empresa, ou internos, quando geridos pela própria empresa (Fama; Jensen, 1983). Os mecanismos de controle oriundos de dentro da empresa se referem, por exemplo, a planos traçados para a estrutura do conselho de administração, a maneira de distribuição de ações por parte dos executivos e a remuneração dos gestores (Shleifer; Vishny, 1997). O conselho de administração age em nome dos acionistas, monitora a alta administração, ratifica as principais decisões, substitui o diretor executivo da empresa e outros

membros da equipe de gerenciamento em casos extremos de má conduta (Hart, 1995).

Os mecanismos de governança corporativa são entendidos como um dos custos de agência incorridos pela empresa para a proteção do principal. Desse modo, o movimento em torno da governança corporativa surgiu como resposta a esse ambiente de interesses divergentes entre agente e principal, e também aos diversos casos de abuso de poder e expropriação da riqueza dos acionistas por parte de gestores com muito poder (Anderson; Gupta, 2009; Brown; Caylor, 2006). Inicialmente, a governança teve destaque em ambientes com capital mais pulverizado, como nos Estados Unidos, objetivando resolver conflitos entre acionistas dispersos e os gestores. Contudo, observa-se que nos mercados emergentes há uma predominância da presença de acionista controlador, fazendo com que o conflito entre gestor e proprietário não seja tão forte nesses ambientes. Nestes mercados, o principal conflito para ser entre acionistas controladores e acionistas minoritários surgindo assim o modelo de agência principal-principal que se opõe ao modelo principal-agente característicos dos mercados com propriedade empresarial menos concentrada (Crisóstomo; Brandão, 2019; Jiang; Peng, 2011; Young *et al.*, 2008).

De acordo com a Teoria da Agência, o objetivo final de um sistema de governança eficaz é maximizar o valor da empresa (Jensen; Meckling, 1976). Os custos de agência são a soma dos: custos de elaboração e estruturação de contratos entre o principal e o agente; das despesas de monitoramento das atividades dos agentes pelo principal; dos gastos realizados pelo próprio agente para mostrar ao principal que seus atos não serão prejudiciais a ele; das perdas residuais, provenientes da diminuição da riqueza do principal por eventuais divergências entre as decisões do agente e as decisões que iriam maximizar a riqueza do principal (Jensen; Meckling, 1976). Assim, sob um regime de “cumprir ou explicar”, capacidade dos conselhos de adaptar as práticas de governança das empresas deve permitir que os participantes do mercado se beneficiem da seleção das estruturas de governança mais eficientes e eficazes em termos de custo (Luo; Salterio, 2014).

Há diversas situações que podem ser praticadas pelo agente e com isso dificultar a situação da companhia, podem ser citadas como exemplos as seguintes atividades: decidir investir em projetos de elevado risco, poderá também tomar decisão para prejudicar a empresa, tendo como objetivo a transferência de riqueza para si (Crisóstomo; Pinheiro, 2015). Portanto, o principal fica sujeito às consequências dos atos praticados pelo agente. O principal pode limitar as divergências de seu interesse para que o agente não cometa irregularidades, estabelecendo incentivos para o agente e incorrendo em custos de monitoramento destinados a controlar a atividade do agente (Jensen; Meckling, 1976).

A literatura defende que existe uma combinação eficiente de mecanismos de governança que variam conforme o setor ou tamanho da empresa (Fama; Jensen, 1983) e a estrutura institucional do país (La Porta *et al.*, 1999; Young *et al.*, 2008). Um elemento que explica as diferenças entre os países está relacionado a quão necessário é a existência de leis e códigos que protejam investidores, credores e acionistas de expropriação por parte de administradores ou acionistas controladores (La Porta *et al.*, 2000b). Nesse cenário atuam os mecanismos externos de governança, estando estes relacionados, por exemplo, com a presença de um mercado de aquisição hostil, com a existência de obrigatoriedade da divulgação de informações e com a criação de códigos ou leis de boas práticas de governança.

Segundo Aguilera e Cuervo-Cazurra (2004) existem pelo menos duas formas de introduzir melhores proteções aos investidores. O primeiro modo é a mudança do sistema legal do país, que é mais desafiador. A segunda maneira é inserir novas práticas que completem o sistema jurídico do país e mitiguem as imperfeições. No mercado financeiro internacional houve um esforço para criação de princípios recomendados por instituições e requisitos para entrada em bolsa de valores. No caso dos Estados Unidos foi lançada a Lei *Sarbanes-Oxley* que determinou boas práticas de governança fundamentadas em quatro valores: *compliance* (conformidade legal); *accountability* (prestação de contas); *disclosure* (transparência) e *fairness* (senso de justiça), (Andrade; Rossetti, 2007).

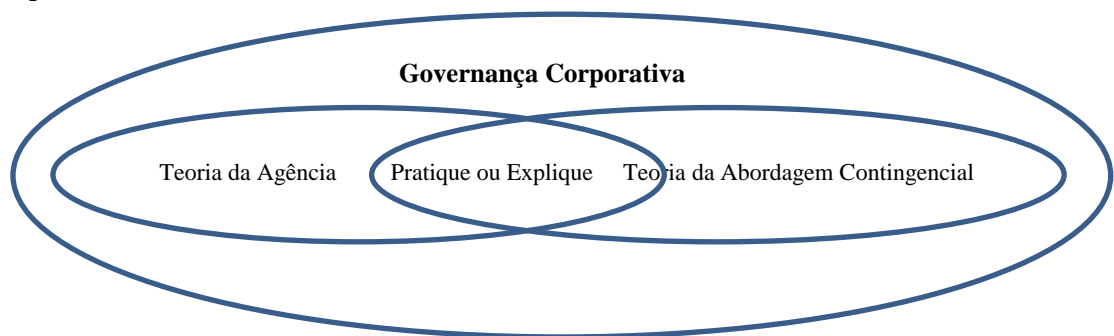
Pesquisas anteriores têm documentado a evidência de que os nichos legal e institucional parecem levar a peculiaridades no sistema de governança corporativa decorrente da proteção dada a acionistas minoritários e credores (Brandão; Crisóstomo, 2015). Uma maior proteção destes stakeholders sinaliza estar associada a uma melhor qualidade da governança corporativa, em contraposição da mais frágil governança (Brandão; Crisóstomo, 2015; Chhaochharia; Laeven, 2009; Claessens; Yurtoglu, 2013; Durnev; Kim, 2005; Klapper; Love, 2004).

A teoria contingencial tem fornecido um paradigma coerente para a análise da estrutura das organizações e estabelece que não haja uma única estrutura organizacional adequada a todas as organizações e que a estrutura ótima é contingente aos fatores contingenciais como estratégia e tamanho da organização (Donaldson, 2001). A abordagem contingencial pretende compreender a maneira que cada empresa funciona considerando suas singularidades e o contexto em que estão inseridas, e que refletem sua estrutura, estratégia e processos internos (Beuren; Fiorentin, 2014).

No tocante a abordagem contingencial da governança corporativa, entretanto, a eficácia dos mecanismos de governança corporativa depende do ambiente organizacional da

empresa (Aguilera *et al.*, 2015; Dedman; Filatotchev, 2008). Neste contexto, o modelo de divulgação *Pratique ou Explique* permite que a empresa justifique a não conformidade com as práticas recomendadas, e a explicação para o uso de uma prática alternativa pode ser uma indicação de que a empresa desenvolveu, dadas suas circunstâncias e necessidades específicas, um sistema de governança corporativa mais eficiente ou eficaz em termos de custo do que as recomendações do código (Luo; Salterio, 2014). Assim, se as justificativas apontadas pelas empresas para a não conformidade às práticas recomendadas forem adequadas segundo a percepção dos investidores externos, estes não penalizariam a empresa, e o nível de conformidade às práticas avaliadas no informe de governança não afetaria o valor da empresa (Brandão, 2022).

Figura 1 – Relação entre governança corporativa, teoria da agência, contingencial e o *Pratique ou Explique*



Fonte: elaborada pelo autor.

A Figura 1 apresenta a relação entre as bases teóricas apresentadas na pesquisa. A Governança Corporativa representa os mecanismos de monitoramento e controle para a boa gestão; a Teoria da Agência explica os conflitos de agência entre principal-principal; e a abordagem Contingencial que sugere que a governança possa ser contingenciada pelo ambiente institucional como pelo ambiente interno da empresa com o *Pratique ou Explique*. O *Pratique ou Explique*, que representa a intersecção, se refere ao cumprimento ou explicações da não conformidade com as práticas de governança regulamentadas.

2.3 Governança corporativa e a abordagem do *Pratique ou Explique* no Brasil

No Brasil, a adoção de práticas voluntárias de governança corporativa também ganhou maior importância. Há um esforço do IBGC, da CVM e da Bolsa de Valores, atualmente chamada de Brasil, Bolsa e Balcão (B3), em melhorar as práticas de governança

das empresas existentes nesse país. Com base na abordagem *Pratique ou Explique*, o IBGC desenvolve constantemente códigos que tratam da transparência de informações, ética, controle, monitoramento e princípios básicos de boa governança (GT Interagentes, 2016; IBGC, 2015; IBGC, 2018), enquanto que a CVM lançou uma cartilha contendo 23 recomendações sobre transparência no relacionamento entre empresa e mercado (CVM, 2002; IN CVM, 586/2017).

Estudos demonstram que, com a introdução dos índices de governança corporativa da bolsa de valores, as práticas de governança se aprimoraram no Brasil desde o ano 2000 (Black; Carvalho; Sampaio, 2014; Leal, 2004). Entretanto, apesar da evolução, dados de 2013 da OECD apontam que o ambiente de governança corporativa brasileiro ainda é representado por concentração de propriedade (companhias geralmente controladas por uma família ou pelo Estado, multinacionais ou controle compartilhado); baixos níveis de *free float* que é a quantidade de ações livres em negociação no mercado (se comparado com mercados mais desenvolvidos) e uso considerável de ações preferenciais sem direito a votos.

Como contribuição para a evolução da governança corporativa no Brasil, o primeiro código de governança corporativa adotando a filosofia do *Pratique ou Explique* (GT Interagentes, 2016) foi introduzido pela IN n. 586, de 8 de junho de 2017 da CVM, que modificou a IN n. 480 e é resultado do esforço coletivo de 11 instituições relacionadas com o mercado de capitais brasileiro, incluindo o IBGC, a CVM e o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), comparando a primeira versão do código brasileiro com o código de outros 18 países escolhidos pelo tamanho de seu mercado de capitais e a importância relativa desses mercados para o nosso contexto.

No Brasil, Manzares e Leal (2020) e Mingone *et al.* (2020) analisaram as explicações para o não cumprimento das práticas recomendadas no primeiro ano de aplicação do informe de governança – 2018. Os autores encontraram evidência de que a maioria das empresas não explicou as inobservâncias de forma adequada, recorrendo a explicações genéricas e pouco esclarecedoras. Ademais, os autores identificaram que empresas estatais apresentaram maior aderência às práticas, e que tamanho e desempenho da empresa estão relacionados positivamente ao índice de adoção, enquanto a concentração de propriedade e risco de mercado apresentam relação negativa (Manzares; Leal, 2020; Mingone *et al.*, 2020).

Brandão (2022) encontrou resultados dentro do mercado de capitais brasileiro que indicam crescimento do nível de conformidade às práticas de governança corporativa no período analisado. As estimações revelam que a adoção de práticas de governança corporativa

está positivamente relacionada com o valor da empresa, em especial práticas relativas a acionistas, conselho de administração, órgãos de fiscalização e controle e ética e conflitos de interesse. Ademais, observou-se que esta relação é estatisticamente significativa apenas em empresas com maior concentração de controle e maior rentabilidade.

Santiago (2021) aborda que a característica essencial do *Pratique* ou *Explique* é sua adesão voluntária. As companhias escolhem quais práticas recomendadas seguir e informam a opção ao mercado e, no caso de não aderência, as companhias devem explicar as razões considerando suas circunstâncias particulares. Entende-se que a escolha da maioria pode não ser a melhor opção para uma companhia, da mesma forma que a aderência estrita a todas as previsões do código não significa necessariamente que a companhia terá melhor desempenho. E, assim, estudos mostraram repetidas vezes que companhias que não cumpriram com todas as previsões, mas proveram boas explicações para a não aderência, tiveram melhor desempenho que aquelas que proveram explicações inconclusivas ou mesmo aquelas que cumpriram todas as recomendações do código (Arcot; Bruno; Faure-Grimaud, 2010; Arcot; Bruno, 2006).

2.4 Concentração de propriedade e grau de adesão ao *Pratique* ou *Explique*

A governança corporativa pode ser entendida, a partir da percepção da Teoria da Agência, como a junção de mecanismos que contribuem para a redução de conflitos e de custos de agência residuais decorrentes de agentes imperfeitos e contratos incompletos, ao buscar alinhamento de interesses entre principal e agente (Claessens; Yurtoglu, 2013; Hart; Moore, 1995; Love, 2011; Shleifer; Vishny, 1997; Silveira; Barros, 2008).

A concentração de propriedade diz respeito a como a propriedade da empresa está distribuída entre seus acionistas e também como está definida a combinação de reivindicações residuais (Fama; Jensen, 1983). Aí estão incluídos os atributos da empresa, como por exemplo, o nível de concentração acionária, o controle societário e a natureza dos principais acionistas (Crisóstomo; Brandão, 2019). Esses arranjos de estrutura de propriedade são condicionados pelo cenário jurídico e institucional do país no qual a empresa opera (La Porta *et al.*, 2002).

De fato, a concentração de propriedade adquire importância crescente como mecanismo de controle interno e externo da governança corporativa (Connelly *et al.*, 2010). Ao interagir com outros mecanismos de governança corporativa, a concentração de propriedade pode influenciar a eficácia da governança na proteção dos direitos dos acionistas

(Demsetz; Lehn, 1985; Shleifer; Vishny, 1997). Em espaços de alta concentração de propriedade, os conflitos de interesses entre grandes e pequenos acionistas (conflito de agência “principal-principal”), duas proposições se destacam: a do possível efeito “expropriação” e a do possível efeito “substituição” (Brandão; Crisóstomo, 2015).

Em conformidade com o argumento do efeito “expropriação”, acionistas controladores poderiam utilizar-se de sua posição acionária para usar benefícios privados de controle que podem ocasionar prejuízo para acionistas minoritários (Brandão; Crisóstomo, 2015; Dyck; Zingales, 2004; La Porta *et al.*, 1999).

Segundo o argumento do efeito “substituição”, a maior concentração de direitos de voto incentiva e facilita a ação direta de acionistas controladores na restrição de eventual ação indevida por parte dos gestores (risco moral). Acionistas controladores têm a habilidade e o incentivo para exercer mais diretamente o controle da diretoria executiva de modo a substituir esta tarefa que é função do Conselho de Administração, uma importante estrutura formal do sistema interno de governança corporativa (Bozec; Bozec, 2007; Denis; Mcconnell, 2003; La Porta *et al.*, 2000). O benefício incremental de práticas voluntárias de governança corporativa em empresas com sobreposição entre acionistas controladores e gestão seria inferior aos custos de implementação e manutenção destas práticas. A relação entre concentração acionária e o papel do conselho de administração é um exemplo do efeito substituição. Em companhias com o capital disperso, em que os conflitos de agência mais comuns são do tipo principal-agente, há uma maior ênfase no papel do conselho em monitorar a gestão. Quando há um acionista controlador, por outro lado, o papel do conselho em monitorar a gestão tende a ser reduzido, uma vez que o próprio controlador tem interesse em assumir este papel (Aguilera; Desender, 2012; Brandão; Crisóstomo, 2015).

O trabalho de Lepore *et al.* (2018), analisando a composição e o funcionamento do conselho de administração e sua relação com a estrutura de propriedade das empresas italianas concluíram que a concentração de propriedade estava negativamente correlacionada com a divulgação das explicações quanto ao Pratique ou Explique e com o grau de cumprimentos (Bauwhede; Willekens, 2008; Cuomo; Mallin; Zattoni, 2016; Hooghiemstra, 2012; Lepore *et al.*, 2018).

Nesse contexto, a pesquisa geralmente tem sugerido e encontrado uma relação negativa entre concentração de propriedade e divulgação voluntária, apoiando a hipótese de expropriação (Alsaeed, 2006; Chau; Gray, 2002; Cormier; Magnan; Van Velthoven, 2005; Lan; Wang; Zhang, 2013; Patelli; Prencipe, 2007; Pavelin; Brammer, 2006; Pisano; Lepore; Lamboglia, 2017).

Além disso, considerando que a eficácia de um determinado mecanismo de governança, como concentração de propriedade, pode depender de interações com outros mecanismos de governança além do mercado de capitais, como o sistema legal e a auditoria externa (Aguilera *et al.*, 2015; Zattoni *et al.*, 2017). O caso brasileiro apresenta sinais de fraca proteção a pequenos acionistas e credores e elevada concentração de propriedade (Aldrighi; Mazzer Neto, 2005, 2007; Leal; Silva; Valadares, 2002).

Berle e Means (1932) foram os primeiros a discutir os benefícios e custos potenciais da separação entre propriedade e controle já vigente em algumas grandes corporações. Entre os custos potenciais, os autores observaram que a pulverização da propriedade fortaleceria o poder dos gestores, aumentando as chances de os mesmos agirem em seu próprio interesse, e não no interesse dos acionistas.

Utama, Utama e Amarullah (2017) dizem que quanto maior for a propriedade maior será o direito de fluxo de caixa o que reflete em uma menor proporção do custo de agência, ou seja, maximiza a riqueza total dos acionistas gerando um efeito de alinhamento entre as partes (Claessens *et al.*, 2002). Já quando há mais de um acionista com uma propriedade relativamente alta haverá uma divergência entre controle e direito de fluxo de caixa, ou seja, uma maior alavancagem de fluxo de caixa que gera o efeito de entricheiramento entre as partes (Claessens *et al.*, 2002; Utama; Utama; Amarullah, 2017).

Mais de um acionista controlador na fiscalização da empresa dificultará a expropriação do patrimônio da empresa pelos acionistas controladores, porém as empresas cujos acionistas controladores têm alto incentivo de expropriação, escolherão mecanismos de governança corporativa ruins para evitar serem detectados expropriando as empresas, daí espera-se que o direito de fluxo de caixa e a alavancagem (endividamento) do fluxo de caixa tenham um impacto oposto nos custos de agência e, conseqüentemente, nas práticas de governança corporativa como o Pratique ou Explique (Claessens *et al.*, 2002; Utama; Utama; Amarullah, 2017).

Black (2000) argumentou que, em mercados com baixa proteção dos investidores minoritários e pouca transparência, os investidores aplicariam um desconto no valor das ações ofertadas pelas empresas, de forma a garantir que estariam pagando por elas um valor justo. Supõe-se, neste caso, que os referidos investidores não podem julgar de forma correta quais são as ações de melhor qualidade e, por estarem expostos a uma eventual expropriação por parte dos acionistas controladores e gestores, pagariam um valor mais baixo por todas as ações ofertadas, de forma generalizada (Silveira; Perobelli; Barros, 2008).

Por conseguinte, nos mercados com baixa proteção dos acionistas minoritários,

caso do mercado brasileiro, não restaria outra saída às empresas com boas práticas de governança a não ser buscar outras fontes de financiamento, entre elas o endividamento, induzindo uma relação positiva entre a qualidade da Governança Corporativa e o grau de endividamento, *ceteris paribus* (Silveira; Perobelli; Barros, 2008). Ainda que dentro de ambiente institucional com baixa proteção, algumas empresas podem ser distinguidas como “com boa governança”, tornando-se mais atraentes para os investidores externos, *ceteris paribus* e, desta forma, aumentando a quantidade de indivíduos interessados em nelas alocar recursos (Silveira, 2004).

A montagem de um sistema de governança corporativa preparado para alinhar interesses de acionistas majoritários, gestores e acionistas minoritários é o alvo sob o marco teórico do problema “principal-principal”. Possuir um sistema que englobe boas práticas de governança que protejam acionistas minoritários condiciona a elaboração de regras que controlem a ação de gestores e, principalmente, outras que sejam capazes de restringir o uso de benefícios particulares de controle dos acionistas majoritários. Contudo, o extremo poder de acionistas controladores permite a eles controlar facilmente a direção e indica não ser compatível com a adoção de práticas de governança que possam limitar a sua autoridade (Bozec; Bozec, 2007; Connelly *et al.*, 2010; Dyck; Zingales, 2004).

O estudo da relação entre estrutura de propriedade e práticas de governança corporativa apresenta uma evidência empírica na literatura acadêmica que mostra uma tendência de efeito contrário da concentração de poder sobre a qualidade da governança em diferentes mercados de capitais. Bozec e Bozec (2007), analisando as empresas canadenses, acharam uma relação negativa e não linear entre concentração de direitos de voto e qualidade da governança corporativa, e uma relação negativa linear da separação entre direitos de voto e de fluxo de caixa. Também no Canadá, Anand, Milne e Purda (2006) identificaram que a presença de um acionista majoritário ou de um “*blockholder*” executivo, bem como a emissão de duas classes de ações são fatores que estão negativamente associados à adoção facultativa de boas práticas de governança. Bruno e Claessens (2010), com uma amostra de empresas de 24 países, encontraram uma relação linear e negativa entre concentração de propriedade e índices que mediram a qualidade da governança corporativa.

Testemunhos acadêmicos nacionais vão ao encontro da literatura internacional, pois os resultados de pesquisas brasileiras demonstram que a alta concentração de direitos de voto e o excesso destes direitos sobre o direito a fluxos de caixa afetam negativamente a qualidade da governança corporativa (Silveira; Barros, 2008; Silveira *et al.*, 2009). Objetivando tratar os problemas de endogeneidade dos determinantes da governança

corporativa, Silveira *et al.* (2010) utilizaram modelos dinâmicos com o uso do método generalizado de momentos, não tendo encontrado evidência da influência dos direitos de voto sobre a qualidade da governança corporativa das empresas testadas.

Brandão e Crisóstomo (2015) traçaram um perfil da estrutura de propriedade das companhias de capital aberto do Brasil na primeira década do século XXI como sendo de: alta concentração de propriedade, com desvios entre direitos de voto e de fluxo de caixa, alcançados por meio de emissão de ações preferenciais sem direito a voto e estruturas piramidais de propriedade. Perceberam também no que diz respeito à natureza dos principais acionistas, prevalecem empresas com controle privado, nacional ou estrangeiro, e familiar, sendo ainda pequena a participação de investidores institucionais (Brandão; Crisóstomo, 2015).

Considerando os argumentos quanto à concentração de propriedade como instrumento desfavorável à qualidade da governança corporativa, sugere-se a seguinte hipótese de pesquisa:

Hipótese 1: a concentração de propriedade das empresas do mercado brasileiro influencia negativamente no grau de adesão ao *Pratique ou Explique*.

2.5 Setor regulado e adesão ao *Pratique ou Explique*

Regulação para Pohlmann e Alves (2008, p. 120), “pode ser entendida como um conjunto de normas coercitivas, emanadas do Estado ou do órgão com poderes para tanto, relativas à determinada atividade ou área do conhecimento”.

A primeira e mais antiga abordagem econômica sobre regulação tem um caráter normativo e explica quando a intervenção regulatória do estado deveria surgir, ou seja, para corrigir falhas de mercado oriundas de externalidades, monopólio e informação imperfeita (Pohlmann; Alves, 2008). Essa teoria é baseada na teoria do interesse público a qual sofreu intensas críticas sobre seus pressupostos, as principais limitações dessa abordagem são que: agências reguladoras não foram capazes de corrigir falhas de mercado, existência de agências reguladoras em mercados que não podem ser considerados como monopólios e bem como abstraiu as falhas nas instituições políticas e econômicas (Rodrigues, 2008).

Posteriormente, inspiradas nessas críticas, uma nova abordagem surgiu com base na teoria da captura a qual parte da premissa de que a regulação “é formulada em resposta às demandas de grupos de interesse, que buscam maximizar os benefícios de seus próprios

membros” (Rodrigues, 2008). Logo, os intuitos da regulação econômica são dificultados por pressões de interesses privados do mercado regulado, o que ocasiona a prevalência dos interesses dos grupos politicamente influentes (Santos; Soares, 2021).

Vários podem ser os efeitos do processo regulatório sobre os procedimentos contábeis, ocasionando incentivos para que gestores adotem práticas para atender às demandas informacionais dos reguladores. Dentre esses incentivos, podem-se destacar escolhas contábeis que reduzam a variabilidade dos lucros, evitando o reporte de lucros muito altos em um período o que ocasionaria a atenção dos órgãos reguladores (Pohlmann; Alves, 2008), situação prevista pela hipótese do custo político desenvolvida por Watts e Zimmerman (1986).

No Brasil, pode-se dizer que a evidenciação contábil é extensamente regulada. Além de as sociedades de capital aberto precisarem seguir as normas emitidas pela CVM que abrangem assuntos contábeis. Além disso, algumas sociedades anônimas de capital aberto que atuam em setores específicos da economia também precisam seguir a regulação contábil específica do setor, como é o caso do setor de energia elétrica (Santos; Soares, 2021).

Em relação à influência com o setor de atuação, a literatura menciona que fatores externos (como o ambiente de operação ou o tipo de setor) podem ser considerados fatores relevantes para a decisão das empresas submeterem os seus relatórios (informes) à verificação externa (Silveira *et al.*, 2019; Simnett; Vanstraelen; Chua, 2009).

No estudo internacional de He e Yang (2014) os resultados indicaram que a influência das características do comitê de auditoria no gerenciamento de resultados ocorreu de maneira distinta nos setores regulamentados e não regulamentados, pois as companhias sujeitas a regulamentação econômica o comitê de auditoria é mais eficiente no combate às práticas de gerenciamento de resultados.

A regulação contábil é composta pelos setores cujas agências reguladoras possuem normas sobre a utilização de plano de contas e/ou reporte de informações econômico-financeiras por parte das empresas reguladas (Silva *et al.*, 2009).

Durante o período de 2011 a 2015, Silveira *et al.* (2019), analisaram 336 Relatórios de Sustentabilidade de empresas brasileiras e concluíram que aquelas empresas atuantes em setores regulados e com mais práticas sustentáveis estão mais associados à asseguarção dos Relatórios de Sustentabilidade.

Ainda no contexto brasileiro, Lopes *et al.* (2014) analisaram 14 empresas do setor de telecomunicações e os resultados sugeriram que o setor regulado contribuiu para que o gerenciamento de resultado fosse minimizado e não houve indícios de gerenciamento de

resultados para a redução da variabilidade dos lucros ou em função do nível de endividamento. Baioco, Almeida e Rodrigues (2014) compararam o nível de suavização de resultados das empresas pertencentes aos setores regulados (energia elétrica, petróleo e gás, telecomunicações, têxtil , transportes) e não regulados; constataram que a suavização de resultados é praticada em maiores níveis por companhias de setores não regulados.

Estudos anteriores discutem se a Governança Corporativa é complementada com as recomendações regulatórias, ou se o regulatório é a própria Governança Corporativa (Korontai; Fonseca, 2020; Streit; Faria, 2020).

No Brasil, existem dez agências reguladoras cujos setores das empresas brasileiras são reguladas por alguma agência especificada no Quadro 2 a seguir:

Quadro 2 – Agências reguladoras e setores

Agências	Setores
ANATEL	Telefonia
ANCINE	Cinema
ANEEL	Energia elétrica
ANP	Petróleo e gás
ANS	Saúde suplementar
ANTAQ	Transporte aquaviário
ANTT	Transporte terrestre
ANVISA	Vigilância sanitária
ANA	Água e saneamento
ANAC	Aviação civil

Fonte: elaborado pelo autor com base na revisão de literatura.

Partindo do pressuposto que as instituições que são reguladas têm uma maior diversidade de agentes econômicos interessados nos seus resultados e em suas informações públicas, comparados a setores não regulados, os quais não possuem órgãos que os regulam (Silveira, *et al.*, 2021; Zafalon; Padgett; Yahiro, 2020) e conforme as exposições anteriores sobre a atuação dos setores regulados, surge a segunda hipótese desta pesquisa:

Hipótese 2: A regulação das empresas do mercado brasileiro influencia positivamente no grau de adesão ao Pratique ou Explique.

2.6 Tamanho da empresa e adesão ao Pratique ou Explique

O tamanho da empresa pode influenciar no grau de adesão ao Pratique ou Explique. Isso se dá devido a sua maior complexidade em termos estratégicos e operacionais, bem como o mais elevado grau de conflitos de agência em consequência de operações mais

complexas, como também o mais elevado número de financiadores e acionistas, exigem melhores mecanismos de monitoramento e controle (Brandão; Crisóstomo, 2015; Rajan; Zingales, 1995). Em contrapartida, empresas menores, apesar de disporem de mais oportunidades de crescimento, têm menos condições para suportar estruturas de governança corporativa mais sofisticadas (Klapper; Love, 2004).

Empresas maiores têm mais recursos para cumprirem regulamentos (práticas) e muitas vezes fazem parte de índices de ações amplamente seguidos. Elas também desfrutam de uma maior cobertura de analistas e mídia e, por conta disso, podem temer prejudicar sua reputação com baixa conformidade, algo que pode exercer maior pressão sobre eles para cumprir ou explicar adequadamente (Akkermans *et al.*, 2007; Cuomo; Mallin; Zattoni, 2016; Hooghiemstra; Van Ees, 2011; Manzañares; Leal, 2020; Werder; Talaulicar; Kolat, 2005).

Bauwhede e Willekens (2008) analisaram os determinantes do nível de divulgação de Governança Corporativa medido por uma classificação de divulgação para 130 empresas europeias de 14 países e concluíram que o tamanho da empresa e o desempenho do mercado de ações foram os mais significativos.

Estudos brasileiros anteriores indicaram que o tamanho e o desempenho da empresa estavam positivamente associados à qualidade das práticas de Governança Corporativa enquanto a concentração de propriedade e alavancagem foram negativamente associados a essa métrica (Barros *et al.*, 2015; Leal; Carvalhal-Da-Silva, 2007; Silveira *et al.*, 2010).

Especificamente, há uma indicação de relação significativa e positiva entre o tamanho da empresa e os índices de adesão, o que vai ao encontro de estudos brasileiros anteriores sobre a relação com as práticas de Governança Corporativa (Barros *et al.*, 2015; Leal *et al.*, 2015; Manzañares; Leal, 2020), bem como outros estudos para a Alemanha e o Reino Unido (Seidl; Sanderson; Roberts, 2013), para a Holanda (Hooghiemstra, 2012), na Grécia (Nerantzidis, 2015).

Considerando os argumentos quanto ao tamanho das empresas como instrumento favorável à qualidade da governança corporativa, sugere-se a terceira hipótese de pesquisa:

Hipótese 3: O tamanho das empresas do mercado brasileiro influencia positivamente no grau de adesão ao Pratique ou Explique.

3 METODOLOGIA

Esta seção aborda os principais aspectos metodológicos da presente pesquisa: tipologia; amostra; modelo conceitual; e etapas da investigação, com a definição das variáveis, mensuração dos construtos e procedimentos de coleta e análise de dados.

3.1 Classificação da pesquisa

Essa pesquisa quanto à abordagem, classifica-se como quantitativa, visto que os dados serão organizados e tabulados para serem submetidos a testes estatísticos de significância com o objetivo de averiguar empiricamente as hipóteses propostas (Creswell, 2010; Martins; Theóphilo, 2009).

Quanto ao objetivo, trata-se de uma pesquisa descritiva ao testar as hipóteses, a partir de variáveis obter as respostas e analisá-las (Collis; Hussey, 2005). Já em relação aos procedimentos, vislumbra-se uma pesquisa documental já que para o alcance dos objetivos propostos far-se-á uso de documentos para a organização de informações que se encontram dispersas com o uso de documentos de primeira mão (documentos oficiais) e de segunda mão (códigos e tabelas estatísticas) para extrair destas fontes algum sentido científico (Beuren; Gomes; Luz, 2012).

Considerando atingir objetivo geral desta pesquisa, é necessária a realização de uma análise qualitativa para seu alcance, por isso a tipologia da pesquisa também é qualitativa. A análise qualitativa de conteúdo é um método usado para descrever de maneira sistemática o significado de dados qualitativos o que é possível ser feito através da associação das partes do conteúdo para as categorias de uma estrutura de codificação (Sampieri; Collado; Lucio, 2013). Sobre a análise de conteúdo sabe-se que é uma técnica rebuscada, que exige muita dedicação, paciência e tempo do pesquisador, o qual tem de se valer da intuição, imaginação e criatividade, principalmente na definição de categorias de análise. Para tanto, disciplina, perseverança e rigor são essenciais (Freitas; Cunha Jr.; Moscarola, 1997).

3.2 Amostra

Trata-se de uma amostra aleatória composta por empresas de distintos setores que responderam de forma voluntária ou compulsória o informe de governança corporativa, no período de 2018 a 2022, a partir dos relatórios de “Informe de Governança” extraídos do *site*

da CVM com 243 observações anuais separadas por setor de atividade.

O período de análise geral compreende os exercícios sociais entre 2018 e 2022, conforme detalhado anualmente na Tabela 1.

Tabela 1 – Distribuição temporal das observações

Ano	Frequência	Percentual
2018	50	20.58
2019	50	20.58
2020	44	18.11
2021	50	20.58
2022	49	20.16
Total	243	100.00

Fonte: dados da pesquisa.

A Tabela 2 evidencia a composição setorial da amostra. A classificação é aplicada pelo Economática®. Na Tabela 2 é observado o descritivo dos setores econômicos:

Tabela 2 – Descritivo dos setores econômicos das empresas analisadas

Setor	Frequência	Percentual
Outras empresas de serviços	59	24.28
Energia Elétrica	30	12.35
Finanças e Seguros	27	11.11
Comércio	26	10.70
Construção	22	9.05
Transporte	16	6.58
Alimentos e Bebidas	13	5.35
Outras empresas industriais	11	4.53
Química	10	4.12
Siderúrgica e Metalúrgica	8	3.29
Petróleo e Gás	5	2.06
Papel e Celulose	4	1.65
Têxtil	3	1.23
Software e Dados	2	0.82
Telecomunicações	2	0.82
Veículos e peças	2	0.82
Mineração	2	0.82
Agro e Pesca	1	0.41
Total	243	100.00

Fonte: dados da pesquisa.

De acordo com a Tabela 2, verifica-se que os setores de serviços, energia elétrica, finanças e seguros, comércio, construção e transporte são os com mais observações da amostra. Com destaque para os setores regulados de energia elétrica e transportes. A distribuição de empresas da amostra em 18 setores confere relevância à mesma.

3.3 Dados e variáveis

De início, para atingir o primeiro objetivo específico da pesquisa (analisar as características das informações relatadas pelas empresas do mercado brasileiro alusivas à abordagem pratique ou explique, sob a ótica do Código Brasileiro de Governança) será feita a análise das declarações de conformidade para as 54 práticas dos 243 informes recomendadas do Código Brasileiro de Governança Corporativa do GT Interagentes (veja Anexo) - através de análise de conteúdo - cada prática tem 4(quatro) opções, conforme o estudo de Manzanares e Leal (2020):

- a) SIM (S) – “adota”= quando adotam a prática recomendada;
- b) PARCIALMENTE (P) – “adota parcialmente” = quando a recomendação foi parcialmente adotada (é uma alternativa de resposta exclusiva do “Pratique ou Explique” brasileiro, já que outros códigos são alternativas binárias, segundo Santiago (2021);
- c) NÃO (N) – “não adota”= quando a prática não foi adotada;
- d) NÃO APLICÁVEL (NA) – “não se aplica à empresa” = quando a recomendação não se aplica ao contexto da empresa.

Destacando que as empresas foram obrigadas a fornecer uma explicação ao selecionar as opções: “Parcialmente” (P) ou “Não adota” (N).

No Quadro 3, estão exemplos de alternativas “não” e “parcialmente” respondidas pelas empresas no período de 2018 a 2022:

Quadro 3 – Exemplos de respostas “não” e “parcialmente”

Empresa	Exemplo de NÃO	Exemplo de PARCIALMENTE
A	<i>“Apesar de a Companhia não ter ainda uma política de divulgação de resultados, com previsão de periodicidade de pagamentos de dividendos e um parâmetro de referência a ser utilizado para a definição do respectivo montante, definida pelo Conselho de Administração, a Administração da Companhia tem avaliado a futura adoção da prática recomendada. Cabe ressaltar que o Estatuto Social da Companhia define a destinação a ser dada ao resultado da Companhia e estabelece o percentual de 25% para pagamento de dividendo obrigatório, se e quando for verificado. Inclusive, estabelece a possibilidade da administração levantar</i>	<i>“A Companhia não possui um manual de participação aprovado pelo Conselho de Administração, contudo, as Assembleias realizadas no ano de 2019 tiveram manual de participação divulgado e arquivado na CVM. Adicionalmente, a Diretoria utiliza a assembleia para comunicar a condução dos negócios da Companhia e procura disponibilizar informações suficientes e claras para facilitar e estimular a participação dos acionistas nas assembleias gerais. Nesse sentido, busca clareza na apresentação das regras, especialmente no Estatuto Social, sobre a forma de convocação da assembleia geral e seu sistema de votação, inclusive por procuração, bem como no</i>

Quadro 3 – Exemplos de respostas “não” e “parcialmente”

Empresa	Exemplo de NÃO	Exemplo de PARCIALMENTE
	<i>balanços semestrais, trimestrais ou mensais para declarar dividendo. Adicionalmente, cabe ressaltar que a Companhia estão sob processo de reestruturação e revisão das políticas e procedimentos internos que poderão impactar a política atual de destinação de resultados, o que será oportuna e tempestivamente informado ao mercado”.</i>	<i>detalhamento de competências, da eleição, destituição e mandato dos membros do Conselho de Administração e da Diretoria. Também busca tratar de forma suficiente e detalhada a matéria de convocações de assembleias gerais e documentos disponibilizados para cada assembleia, disponíveis com antecedência de trinta dias, sem referências genéricas e com objetivo de incentivar a presença de maior número possível de acionistas. Todavia, esse <u>princípio é cumprido parcialmente</u>, pois a Companhia não possui, ainda, um manual de participação nas assembleias gerais. Sua elaboração e publicação encontram-se sob avaliação da atual Administração”.</i>

Fonte: elaborado pelo autor com base nos dados disponibilizados no site da CVM.

Observando o Quadro 3, percebe-se que a distinção entre uma alternativa “parcialmente” e “não” está no uso de algumas expressões que entregam ao usuário da informação a reação da empresa perante a prática analisada no Pratique ou Explique.

Em seguida, uma coleta atribuindo uma variável *dummy* de valor 0 (para a empresa que não cumprir ou cumprir parcialmente, ou seja, explica) e valor 1 (para o cumprimento das recomendações) entre as 54 (cinquenta e quatro) recomendações do GT Interagentes (veja Anexo) de Pratique ou Explique das empresas obrigadas pela IN 586 da CVM.

Serão analisadas as 54 (cinquenta e quatro) recomendações de boas práticas do Pratique ou Explique aplicadas pelas 243 empresas analisadas. Para identificar tais recomendações foi feita a análise de conteúdo para permitir a comparação de todas as empresas, a partir das características empresariais. Os dados foram extraídos do Economática® e do Relatório de Referência 15.1/2, disponíveis no website da B3 S.A (<https://www.b3.com.br/>).

No estudo de Seidl, Sanderson e Roberts (2009, 2013) foi criada uma estrutura de codificação com três categorias principais: justificativa deficiente, justificativa por princípios e justificativa específica do contexto. Essa estrutura de codificação foi aprimorada para a realidade brasileira no trabalho de Manzanares e Leal (2020). Foi identificado no Informe de Governança disponibilizado pela CVM várias expressões que se associavam a uma subcategoria de justificativa de prática alternativa denominada “explica, mas pratica” quando as empresas, temporariamente, não estavam praticando determinadas recomendações e optou-se por torná-la também uma categoria principal em função da quantidade e variedade de

explicações que se associavam à descrição “explica, mas pratica”. O Quadro 4 apresenta a estrutura de codificação das explicações.

Para efeito de identificação do grau de adesão do Pratique ou Explique utilizou-se da taxonomia (técnica de classificação) com o uso de 5 (cinco) categorias principais de taxonomia e subcategorias derivadas das principais para apresentação de não aderência da prática por parte da empresa analisada nas situações de cumprimento da prática de forma parcial ou total de não aderência (Hooghiemstra; Van Ees, 2011; Manzanares; Leal, 2020; Seidl; Sanderson; Roberts, 2009, 2013), conforme o Quadro 4.

Quadro 4 – Descrição das categorias da taxonomia

Categoria	Definição	Subcategorias	Base teórica
Justificativa deficiente	Sem motivos satisfatórios para descumprir a prática. A companhia divulga o desvio sem fornecer razões para o desvio.	i. Adoção de recomendação sob avaliação; ii. prática alternativa em desenvolvimento; iii. declaração de alinhamento a outra norma; iv. declaração de conformidade futura; v. justificativa vazia; vi. divulgação pura; vii. não relacionada à recomendação.	Seidl, Sanderson e Roberts (2013); Hooghiemstra e Van Ees (2011); Manzanares e Leal (2020); Santiago (2021)
Justificativa com a interrupção da prática. (Explica, mas pratica)	Quando a empresa explica a não adoção momentânea de uma prática devido a uma circunstância ou outra.	i. explica, mas pratica a recomendação. ii. explica porque não está adotando a prática no momento.	Manzanares e Leal (2020); Santiago (2021)
Justificativa de princípios	Contestação da disposição do código ou não oferece vantagens aos acionistas e demais <i>stakeholders</i> . A companhia justifica o desvio com referência a problemas com a recomendação específica do código.	i. isenção considerada concedida por outras normas; ii. ineficácia ou ineficiência da recomendação; iii. prática redundante.	Seidl, Sanderson e Roberts (2013); Hooghiemstra e Van Ees (2011); Manzanares e Leal (2020); Santiago (2021)
Justificativa específica do contexto	Explicações genuínas esperadas de acordo com o conceito do Pratique ou Explique. Companhia justifica o desvio com referência à sua situação específica.	i. composição ou tamanho do conselho; ii. tamanho das operações; iii. estrutura da empresa; iv. especificidades da firma; v. normas internas; vi. contexto internacional; vii. requisitos legais ou	Seidl, Sanderson e Roberts (2013); Hooghiemstra e Van Ees (2011); Manzanares e Leal (2020); Santiago (2021)

Quadro 4 – Descrição das categorias da taxonomia

Categoria	Definição	Subcategorias	Base teórica
		contratuais; viii. outro; ix. transitório.	
Justificativa de descrição da prática alternativa	Solução alternativa. A companhia apresenta uma solução alternativa para o problema de governança que a recomendação do código aborda, mas não fornece justificativa para ter a solução declarada. É um tipo de explicação deficiente.	i. prática alternativa consonante com outra norma; ii. prática alternativa consonante com o código; iii. prática alternativa temporária; iv. prática de alternativa pura.	Seidl, Sanderson e Roberts (2013); Hooghiemstra e Van Ees (2011); Manzanares e Leal (2020); Santiago (2021)

Fonte: elaborado pelo autor.

Para a análise qualitativa do Pratique ou Explique, foi elaborado um índice de taxonomia com base no trabalho de Manzanares e Leal (2020). Tal taxonomia terá como objetivo verificar o comportamento das empresas quanto à qualidade do conteúdo das explicações das 54 práticas recomendadas que não cumprem ou cumprem parcialmente, ao longo do período de 2018 a 2022, como exposto na Tabela 3:

Tabela 3 – Pontuação das explicações do grau de adesão ao “Pratique ou Explique”

Cumpre?	Tipo de Explicação	Pontuação
Sim	-	6
Parcialmente	Específica do contexto	6
Parcialmente	Explica, mas pratica	5
	Prática alternativa	4
Parcialmente	Justificativa de princípios	4
Parcialmente	Justificativa deficiente	3
Não	Específica do contexto	6
Não	Explica, mas pratica	5
	Prática alternativa	1
Não	Justificativa de princípios	1
Não	Justificativa deficiente	0
-	Pontuação máxima da empresa	324

Fonte: elaborado pelo autor com base na revisão de literatura.

Na Tabela 3, a pontuação é arbitrária que pode chegar ao máximo de 324 pontos (54 recomendações vezes 6, a pontuação máxima que pode ser atribuída: $6 \times 54 = 324$), conforme Manzanares e Leal (2020).

Feita a análise qualitativa, a partir da qual se verifica, ao longo de 2018 a 2022, quais empresas mais cumprem ou explicam as recomendações do Pratique ou Explique; os setores de atividade das empresas que mais cumprem ou explicam e a qualidade do conteúdo das explicações das empresas no transcorrer do período para atingir o primeiro objetivo

específico deste estudo: analisar as características das informações relatadas pelas empresas do mercado brasileiro alusivas à abordagem pratique ou explique, sob a ótica do Código Brasileiro de Governança.

A análise qualitativa de conteúdo passou por uma descodificação de um documento (“Informe do Código de Governança”) com a utilização de diferentes procedimentos para alcançar o significado profundo das comunicações nele cifradas e a escolha do procedimento mais adequado que dependeu do material a ser analisado, dos objetivos da pesquisa e da posição ideológica e social do analisador (Chizzotti, 2006).

3.4 Técnica e coleta de dados

Com o intuito de identificar os determinantes da concentração de propriedade na abordagem do Pratique ou Explique da empresa brasileira, procedeu-se à realização de análises de regressão. Para atender ao objetivo geral de identificar a relação entre a concentração de propriedade, o setor regulado de atuação da empresa e o tamanho da empresa brasileira em relação à abordagem Pratique ou Explique utilizou-se uma regressão linear múltipla.

3.4.1 Concentração de propriedade

Daí parte-se para a análise quantitativa da pesquisa a partir do atributo de concentração de propriedade dessas empresas obrigadas a divulgar a abordagem de governança do Pratique ou Explique e analisar a influência desses atributos sobre o mesmo para atingir o objetivo geral (analisar o nível de influência da concentração de propriedade, pertinência da empresa a um setor regulado e tamanho da empresa no grau de adesão com a abordagem pratique ou explique adotada no mercado brasileiro) e o segundo objetivo específico (relacionar a concentração de propriedade, setor regulado e tamanho das empresas do mercado brasileiro com as correspondentes características das informações relatadas sobre a abordagem Pratique ou Explique adotada) deste estudo no período de 2018 a 2022.

Foi analisado o seguinte aspecto da estrutura de propriedade das empresas brasileiras: a concentração acionária que diz respeito ao percentual de ações com direito de voto de cada um dos cinco principais acionistas medida pela proporção de ações nas mãos dos principais acionistas. Para isso, utilizar-se-á a metodologia e categorização proposta por Brandão (2019). Primeiramente, será analisada a estrutura piramidal indireta da empresa, ou

seja, a identificação do acionista último que detém ações da empresa. Para a coleta dessa informação será utilizada a primeira versão do formulário de referência publicado pela empresa em cada ano do estudo, ou seja, de 2018 até 2022. No formulário de referência, itens 15.1 e 15.2, encontra-se a estrutura piramidal de propriedade da empresa. Essa informação pode ser conferida no item 15.3, em que a empresa declara se existe, ou não, um acionista que controla a empresa, qual o seu nome e qual a proporção de capital votante nas mãos deste acionista. Então, se a estrutura piramidal da empresa e o acionista último mencionado nos itens 15.1/2 for igual ao do item 15.3, ele é confirmado como controlador. Caso haja outro acionista com maior proporção de ações votantes, então este é considerado como acionista último da empresa. A partir disso, será realizada a leitura e a interpretação da estrutura piramidal de cada empresa em cada ano.

3.4.2 Setor de regulação

Representa o ramo de atividades que as empresas atuam no mercado de ações brasileiro, os quais foram classificados conforme a listagem da B3 e disponibilizados no banco de dados *Econômica*[®]. Os setores foram diferenciados em regulados quando estes são regulados e/ou fiscalizados por uma agência reguladora de acordo com a Lei n. 8.987/95, que define as agências reguladoras para diferentes setores de atuação. Na Tabela 4 é demonstrado o quantitativo de empresas regulamentadas e não regulamentadas dentro das 243 observações aleatórias e distintas utilizadas na pesquisa:

Tabela 4 – Quantitativo dos setores regulados e não regulados

Setor Regulado	Frequência	Percentual
Sim	79	32.51
Não	164	67.49
Total	243	100.00

Fonte: dados da pesquisa.

A partir da observação da Tabela 4, infere-se que a maioria das observações que compõem a amostra pertence ao setor não regulamentado com o representativo de 67.49% das observações totais.

3.4.3 Tamanho

O tamanho da empresa é uma importante variável, pois empresas grandes, devido

a sua maior complexidade em termos estratégicos e operacionais, bem como o mais elevado grau de conflitos de agência em função de operações mais complexas, como também o mais elevado número de agentes financiadores e acionistas, demandam melhores mecanismos de monitoramento e controle (Brandão; Crisóstomo, 2015; Rajan; Zingales, 1995). Por outro lado, empresas menores, apesar de disporem de mais oportunidades de crescimento, têm menos condições para suportar estruturas de governança corporativa mais sofisticadas (Klapper; Love, 2004). O tamanho das empresas será medido pelo logaritmo natural do valor registrado nos ativos totais das empresas.

3.5 Variáveis de controle: Rentabilidade (ROA) e Endividamento (END)

Rentabilidade (ROA) é o retorno sobre o investimento total da empresa. Dessa forma uma elevada rentabilidade pode ter relação com alta disponibilidade de fluxo de caixa, que pode ser utilizado no financiamento dos projetos de investimento da empresa, e esta fonte é uma das mais utilizadas devido ao seu baixo custo informativo e financeiro segundo a proposição exposta pela teoria *Pecking order* (Crisóstomo; Pinheiro, 2015). O desempenho financeiro, operacionalizado pelo retorno sobre ativos (ROA) pode afetar a qualidade da governança corporativa das empresas em dois aspectos: de um lado, empresas com maior desempenho têm maior probabilidade a serem mais transparentes em seus processos; por outro lado, empresas com rentabilidade menor podem aumentar a qualidade da governança com o objetivo de aumentar seus resultados futuros (Silveira *et al.*, 2010).

O endividamento também pode ser um mecanismo externo de controle, dado os esforços de monitoramento dos credores sobre a gestão, substituindo a necessidade de investimento da empresa em mecanismos internos de governança corporativa (Nascimento *et al.*, 2018). O financiamento por dívida (END) pode levar a empresa a elevar seus padrões de governança pela pressão exercida por credores, com a finalidade de reduzir o risco de não obterem retorno de seus investimentos (Brandão; Crisóstomo, 2015).

A dívida tem potencialidade para diminuir os custos de agência, uma vez que por meio da dívida há um menor fluxo de caixa disponível, reduzindo as despesas a critério do agente, que possuindo poucos recursos livres deverá utilizá-los da melhor maneira possível (Jensen, 1986). Os níveis de endividamento podem ser um mecanismo de governança corporativa que reduz os conflitos de agência, pois diminui a folga financeira disponível para a gestão, reduzindo assim a possibilidade dos gestores selecionarem projetos ruins e atuarem como substitutos do *compliance* (Bauwhede; Willekens, 2008). Porém, a dívida também pode

umentar a divulgação e, assim, reduzir a assimetria da informação com os credores (Hooghiemstra, 2012; Lepore *et al.*, 2018). Vários autores têm utilizado o endividamento como variável de controle (Arcot; Bruno, 2011; Bauwhede; Willekens, 2008; Goncharov; Werner; Zimmermann, 2006; Hooghiemstra, 2012; Hooghiemstra; Van Ees, 2011; Lepore *et al.*, 2018).

No Quadro 5 a seguir, são apresentadas as *proxies* e como são operacionalizadas, fontes de coleta e respectiva base teórica.

Quadro 5 – Descrição das variáveis, operacionalização, fonte de coleta e base teórica

Variável	Proxy	Operacionalização	Fonte de coleta	Base teórica
Dependente				
Grau de adesão ao Pratique ou Explique (GCONF)	Índice de conformidade das empresas com o <i>Pratique</i> ou <i>Explique</i> .	O índice como porcentagem é a pontuação total da empresa dividida pela pontuação máxima possível do índice, conforme indicado na Tabela 1.	Informe do Código de Governança no <i>site</i> da CVM	Manzanares e Leal (2020); Santiago (2021); Brandão (2019);
Independente				
Concentração de propriedade (OWVOT)	Concentração de direitos de votos	Percentual de ações ordinárias detidas pelo maior acionista (Owvot1)	<i>Economática</i> ®	Brandão (2019); Prudêncio (2020); Bauwhede e Willekens (2008); Cuomo, Mallin e Zattoni (2016); Hooghiemstra (2012); Lepore <i>et al.</i> (2018)
		Percentual de ações ordinárias detidas pelos dois maiores acionistas (Owvot2)	<i>Economática</i> ®	Brandão (2019); Prudêncio (2020); Bauwhede e Willekens (2008); Cuomo, Mallin e Zattoni (2016); Hooghiemstra (2012); Lepore <i>et al.</i> (2018)
		Percentual de ações ordinárias detidas pelos três maiores acionistas (Owvot3)	<i>Economática</i> ®	Brandão (2019); Prudêncio (2020); Bauwhede e Willekens (2008); Cuomo, Mallin e Zattoni (2016); Hooghiemstra (2012); Lepore <i>et al.</i> (2018)
		Percentual de ações ordinárias detidas pelos quatro maiores acionistas (Owvot4)	<i>Economática</i> ®	Brandão (2019); Prudêncio (2020); Bauwhede e Willekens (2008); Cuomo, Mallin e Zattoni (2016); Hooghiemstra (2012); Lepore <i>et al.</i> (2018)
		Percentual de ações ordinárias detidas pelos cinco maiores acionistas (Owvot5)	<i>Economática</i> ®	Brandão (2019); Prudêncio (2020); Bauwhede e Willekens (2008); Cuomo, Mallin e Zattoni (2016); Hooghiemstra (2012); Lepore <i>et al.</i> (2018)

Quadro 5 – Descrição das variáveis, operacionalização, fonte de coleta e base teórica

Variável	Proxy	Operacionalização	Fonte de coleta	Base teórica
Tamanho (TAM)	Ativos da empresa	Logaritmo natural do valor registrado no ativo total	<i>Economática</i> ®	Rajan e Zingales (1995); Akkermans <i>et al.</i> (2007); Cuomo, Mallin e Zattoni (2016); Hooghiemstra e Van Ees (2011); Werder, Talaulicar e Kolat (2005)
Setor Regulado (Setor)	Setor regulado	Variável categórica de setor de atuação	<i>Economática</i> ®	Simnett; Vanstraelen; Chua, 2009; 2009; Silveira <i>et al.</i> 2019
Controle				
Rentabilidade (ROA)	Retorno sobre os ativos	Razão entre o lucro líquido e ativo total	<i>Economática</i> ®	Arcot, Bruno e Faure-Grimaud (2010); Bauwhede e Willekens (2008); Cuomo, Mallin e Zattoni (2016); Hooghiemstra (2012); Lepore <i>et al.</i> (2018); MacNeil e Li (2006)
Endividamento (END)	Endividamento total	Razão entre a dívida total e o ativo total	<i>Economática</i> ®	Haan; Hinloopen, 2003; Gonenc; Hermes, 2008; Crisóstomo; Pinheiro (2015)

Fonte: elaborado pelo autor com base na revisão de literatura.

Este trabalho verifica a adoção das práticas avaliadas no informe de governança tem relação com o atributo concentração de propriedade para as empresas brasileiras de capital aberto. Para tanto, primeiramente mensurou-se por meio de índices o nível de conformidade às práticas avaliadas no informe de governança das empresas listadas na CVM no período de 2018 a 2022. Em seguida avaliou-se a relação dos índices de adoção de práticas de governança com a concentração de propriedade, setor regulado, tamanho, desempenho e endividamento que são características das empresas apontadas pela literatura como determinantes dos conflitos de agência.

3.6 Tratamento e análise dos dados

Com o intuito de identificar os determinantes da concentração de propriedade da empresa brasileira, procedeu-se à realização de análises descritivas, de correlação e de regressão linear múltipla. Para atender ao primeiro objetivo específico de avaliar a qualidade da abordagem do Pratique ou Explique nas empresas brasileiras utilizou-se uma estatística descritiva extraída do índice adotado. Enquanto, para o objetivo específico de relacionar o

grau de adesão da abordagem do Pratique ou Explique das empresas brasileiras com a concentração de propriedade realizou-se teste de correlação de Pearson e de regressão.

Segundo Gujarati e Porter (2011), a correlação mede a relação estatística entre duas variáveis contínuas. O coeficiente de correlação de Pearson pode ter um intervalo de valores de +1 a -1. Um valor igual a 0 (zero) indica que não há correlação entre as duas variáveis. Um valor maior que 0 (zero) indica uma associação positiva. Isto é, à medida que o valor de uma variável aumenta, o mesmo acontece com o valor da outra variável. Um valor menor que 0 (zero) indica uma associação negativa. Isto é, à medida que o valor de uma variável aumenta, o valor da outra diminui.

A análise de regressão pode ser definida como o estudo da dependência de uma variável, a dependente, em relação a uma ou mais variáveis, as independentes, no intuito de estimar o valor médio (população) da primeira em razão das observações conhecidas (amostra) das segundas (Gujarati; Porter, 2011). A regressão lida com a dependência de uma variável em relação a outras, ela não estabelece relação causal, pois as causas da relação encontrada na regressão devem vir de fora da estatística, ou seja, de alguma teoria (Gujarati; Porter, 2011).

Os dados serão tabulados em planilhas do *Microsoft Excel 2013*® e analisados com auxílio dos *softwares Stata 13*®. Para a análise dos dados, utilizar-se-á estatística descritiva, análise de correlação e regressão pelo método dos mínimos quadrados ordinários com erros-padrão robustos.

Para efeito de atingir o objetivo geral tem-se que:

$$GCONF_{it} = \beta_0 + \beta_1(OWVOT_{it}) + \beta_2(TAM_{it}) + \beta_3(SETOR_{it}) + \beta_4(ROA_{it}) + \beta_4(END_{it}) + \varepsilon_{it} \quad (\text{Equação 1})$$

Onde:

$GCONF_{it}$ = é o grau de adesão ao Pratique ou Explique da empresa i no ano t ;

β_0 = é o intercepto da reta;

β = são os coeficientes angulares;

$OWVOT_{it}$ = Percentual de ações ordinárias detidas pelos maiores acionistas (do 1º aos 5 primeiros) da empresa i no ano t ;

TAM_{it} = é o tamanho da empresa i no ano t ;

$SETOR_{it}$ = é o setor regulado de atuação da empresa i no ano t ;

ROA_{it} = é a rentabilidade da empresa i no ano t ;

END_{it} = é o endividamento da empresa i no ano t ;
 ε_{it} = são os erros aleatórios.

Como a propriedade indica a concentração, esta será indicada considerando a proporção de ações com direito a voto no poder do 1º (primeiro), dos 2 (dois) primeiros, até os 5 (cinco) maiores acionistas.

Para testar as hipóteses do estudo, as variáveis de concentração de direitos de voto foram mensuradas levando em consideração os índices de concentração de propriedade (Owvot1, Owvot2, Owvot3, Owvot4 e Owvot5) relacionando com as variáveis: tamanho (TAM), rentabilidade (ROA) e setor regulado (SETOR).

A variável SETOR é uma variável *dummy* que vale 1 (um) para as empresas de setor regulado e 0 (zero) para as de setor não regulado, porém como a variável foi significativa ela interfere na variável dependente (grau de adesão), o que indica que uma empresa do setor regulado interfere no grau de adesão ao Pratique ou Explique.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Esta seção destina-se à apresentação e análise dos resultados obtidos no estudo. Os resultados da pesquisa estão estruturados de acordo com os objetivos específicos propostos. Primeiro, realiza-se uma análise descritiva das variáveis utilizadas, de modo a exibir valores que caracterizam a amostra em aspectos relativos à qualidade do “cumprir ou explicar” como também seus possíveis fatores determinantes. Em seguida, procede-se à análise quantitativa buscando-se identificar a relação da concentração de propriedade com a abordagem do Pratique ou Explique pelas empresas brasileiras.

4.1 Análise descritiva da aderência às práticas de governança recomendadas

As tabelas a seguir apresentam a estatística descritiva das características das empresas que divulgam o informe de governança da abordagem do Pratique ou Explique:, concentração de propriedade com poder de voto em mão do primeiro acionista (Owvot1), dos dois principais acionistas (Owvot2), e assim por diante, até os cinco principais acionistas (Owvot5), rentabilidade (ROA), tamanho (TAM), endividamento (END) e setor regulado (SETOR).

Na Tabela 5 é exposta aderência às práticas recomendadas por cada dimensão de

Governança Corporativa no período de 2018 a 2022:

Tabela 5 – Aderência às práticas recomendadas por dimensão da governança corporativa

Dimensões do Código	Taxa média de aderência em percentual														
	2018			2019			2020			2021			2022		
	Sim	Não	Parcial	Sim	Não	Parcial	Sim	Não	Parcial	Sim	Não	Parcial	Sim	Não	Parcial
Acionistas	66.4	19.6	14.0	54.0	24.4	21.6	57.6	26.4	16.0	60.6	12.8	26.6	62.0	14.1	23.9
Conselho de Administração	60.1	20.7	19.2	47.5	29.3	23.2	50.8	31.1	18.1	54.4	24.3	21.3	58.5	19.0	22.5
Diretoria	69.2	15.3	15.5	57.2	20.3	22.5	60.2	23.9	15.9	64.8	15.6	19.6	69.5	16.9	13.6
Órgãos de Fiscalização e Controle	63.8	16.8	19.4	48.0	24.0	28.0	50.9	28.2	20.9	57.0	18.8	24.2	62.2	21.4	16.4
Ética e Conflito de interesses	65.5	14.6	19.9	49.4	21.6	29.0	53.7	24.7	21.6	58.6	6.00	25.4	62.3	17.7	20.0

Fonte: dados da pesquisa.

Na Tabela 5 é apresentada uma descrição da aderência às práticas recomendadas por cada dimensão de governança corporativa para fornecer um retrato da aderência média em torno de cada dimensão.

Analisando a Tabela 5 observamos que em 2018 (primeiro ano da obrigatoriedade da divulgação do Informe do Código de Governança) a aderência foi alta, porém em 2019 e 2020 - período da pandemia da Covid-19 - houve queda na taxa de aderência e, posteriormente, nos anos de 2021 e 2022 - período pós-pandemia - a aderência das empresas em divulgar o Informe de Governança vem aumentando em aproximadamente 4 (quatro) pontos percentuais para todas as dimensões de governança corporativa.

A Tabela 5 apresenta a taxa média de aderência das companhias às práticas recomendadas com destaque para a dimensão de governança corporativa “Diretoria” que apresentou os maiores percentuais de cumprimento das práticas e o menor cumprimento ficou por conta da dimensão de governança “Conselho de Administração” no período analisado.

Com base nos dados da Tabela 5, a dimensão de governança “Acionistas” apresenta o maior percentual de respostas “sim” no primeiro ano da obrigatoriedade da abordagem do Pratique ou Explique no Brasil, em 2018, com 66.4% seguido do ano de 2022 com 62% de cumprimento das práticas recomendadas. Quanto às respostas “não”, o ano com maior percentual foi o de 2020 com 26.4% seguido de 2019 com 24.4%. Quando a resposta foi “parcialmente”, o maior percentual encontrado foi em 2021 com 26.6% seguido do ano de 2022 com 23.9%.

Como mostra a Tabela 5, a dimensão de governança “conselho de administração” apresenta o maior percentual de respostas “sim” foi no primeiro ano da obrigatoriedade da

abordagem do “Pratique ou Explique” no Brasil, em 2018, com 60.1% seguido do ano de 2022 com 58.5% de cumprimento das práticas recomendadas. Quanto às respostas “não”, o ano com maior percentual foi o de 2020 com 31.1% seguido de 2019 com 29.3%. Quando a resposta foi “parcialmente”, o maior percentual encontrado foi em 2019 com 23.2% seguido do ano de 2022 com 22.5%.

Quanto à dimensão de governança “diretoria”, na Tabela 5, apresenta o maior percentual de respostas “sim” em 2022 com 69.5% seguido do ano de 2018 com 69.2% de cumprimento das práticas recomendadas. Quanto às respostas “não”, o ano com maior percentual foi o de 2020 com 23.9% seguido de 2019 com 20.3%. Quando a resposta foi “parcialmente”, o maior percentual encontrado foi em 2019 com 22.5% seguido do ano de 2021 com 19.6%.

Quanto à dimensão de governança “órgão de fiscalização e controle”, na Tabela 5, apresenta o maior percentual de respostas “sim” em 2018 com 63.5% seguido do ano de 2022 com 62.2% de cumprimento das práticas recomendadas. Quanto às respostas “não”, o ano com maior percentual foi o de 2020 com 28.2% seguido de 2019 com 24%. Quando a resposta foi “parcialmente”, o maior percentual encontrado foi em 2019 com 28% seguido do ano de 2021 com 24.2%.

Como mostra a Tabela 5, a dimensão de governança “ética e conflitos de interesse” apresenta o maior percentual de respostas “sim” foi no primeiro ano da obrigatoriedade da abordagem do “Pratique ou Explique” no Brasil, em 2018, com 65.5% seguido do ano de 2022 com 62.3% de cumprimento das práticas recomendadas. Quanto às respostas “não”, o ano com maior percentual foi o de 2020 com 24.7% seguido de 2019 com 21.6%. Quando a resposta foi “parcialmente”, o maior percentual encontrado foi em 2019 com 29% seguido do ano de 2021 com 25.4%.

Com base nos dados da Tabela 5, percebe-se que o ano de 2018 apresentou os menores percentuais para a resposta “parcialmente”, já o ano de 2019 teve os menores percentuais para a resposta “sim” e enquanto o ano 2021 mostrou os menores percentuais para a resposta “não”. Isso demonstra o esforço das empresas brasileiras para cumprirem mais e explicarem menos as práticas de recomendação da abordagem do “Pratique ou Explique”.

4.2 Análises dos detalhamentos da taxa de aderência às dimensões de Governança Corporativa

Observando a Tabela 6, a seguir, temos o detalhamento da taxa de aderência da

dimensão “Acionistas” das companhias abertas brasileiras ao longo de cinco anos (2018 a 2022) da divulgação do “Informe de Governança”.

Tabela 6 – Detalhamento da taxa de aderência da dimensão “acionistas”

Detalhamento da aderência “Acionistas”	Frequência	Percentual
(SIM-cumpre)	1299	64.37
(PARCIALMENTE-específica do contexto)	15	0.74
(PARCIALMENTE-explica, mas pratica)	9	0.45
(PARCIALMENTE-prática alternativa)	114	5.65
(PARCIALMENTE-justificativa de princípios)	88	4.36
(PARCIALMENTE-justificativa deficiente)	63	3.12
(NÃO-específica do contexto)	67	3.32
(NÃO-explica, mas pratica)	13	0.64
(NÃO-prática alternativa)	132	6.54
(NÃO-justificativa de princípios)	137	6.79
(NÃO-justificativa deficiente)	81	4.01
Total	2018	100.00

Fonte: dados da pesquisa.

A Tabela 6 apresenta que a maioria das empresas cumprem as práticas da dimensão “acionistas” com 64.7% de aderência.

Na Tabela 6 é observado também que há uma maioria de respostas “não” (não cumpre a prática) em relação às respostas “parcialmente” (cumprimento parcial da prática) com maior percentual representativo para as subcategorias “prática alternativa” (6.54%) e “justificativa de princípios” (6.79%) de cinco anos de divulgação do “Informe de Governança”, no total do período analisado de 2018 a 2022.

Outro ponto de destaque na Tabela 6 é que há mais “justificativa deficiente” nas explicações da resposta “não” com 4.01% do que na resposta “parcialmente” com 3.12%.

Ainda sob a análise da Tabela 6, focando as explicações melhores avaliadas com a melhor pontuação atribuída na pesquisa verifica-se que as respostas “parcialmente” não chegaram a 1% de representatividade para as subcategorias “específica do contexto” (0.74%) e “explica, mas pratica” (0.45%). Enquanto a resposta é “não” a subcategoria “específica do contexto” (3.32%) é mais representativa do que a “explica, mas pratica” (0.64%). Isso demonstra a dificuldade das empresas brasileiras em explicar com alta qualidade a não aderência às práticas recomendadas da dimensão de governança “acionistas”.

Observando a Tabela 7 temos o detalhamento da taxa de aderência da dimensão “Conselho de Administração” das companhias abertas brasileiras ao longo de cinco anos de divulgação do “Informe de Governança”, no total do período analisado de 2018 a 2022.

Tabela 7 – Detalhamento da taxa de aderência da dimensão “conselho de administração”

Detalhamento da aderência “Conselho de Administração”	Frequência	Percentual
1(SIM-cumpre)	1754	63.92
3(PARCIALMENTE-específica do contexto)	47	1.71
4(PARCIALMENTE-explica, mas pratica)	42	1.53
5(PARCIALMENTE-prática alternativa)	270	9.84
6(PARCIALMENTE-justificativa de princípios)	143	5.21
7(PARCIALMENTE-justificativa deficiente)	90	3.28
9(NÃO-específica do contexto)	25	0.91
10(NÃO-explica, mas pratica)	23	0.84
11(NÃO-prática alternativa)	95	3.46
12(NÃO-justificativa de princípios)	68	2.48
13(NÃO-justificativa deficiente)	187	6.81
Total	2744	100.00

Fonte: dados da pesquisa.

A Tabela 7 apresenta que a maioria das empresas cumprem as práticas da dimensão “conselho de administração” com 63.92% de aderência.

Na Tabela 7 é observado que há uma maioria de respostas “parcialmente” em relação às respostas “não” com maior percentual representativo para as subcategorias “prática alternativa” (9.84%) e “justificativa de princípios” (5.21%) de cinco anos de divulgação do “Informe de Governança”, no total do período analisado de 2018 a 2022.

Outro ponto de destaque na Tabela 7 é que há mais “justificativa deficiente” nas explicações da resposta “não” com 6.81% do que na resposta “parcialmente” com 3.28%.

Com base nos dados da Tabela 7, focando as explicações com melhores avaliações e com a melhor pontuação atribuída no índice de taxonomia da pesquisa, verifica-se que as respostas “parcialmente” para a subcategoria “específica do contexto” (1.71%) e “explica, mas pratica” (1.53%). Enquanto a resposta é “não”, a explicação na subcategoria “específica do contexto” (0.91%) é mais representativa do que a “explica, mas pratica” (0.84%), porém não chegam a 1% de representação da amostra. Isso demonstra a dificuldade das empresas brasileiras em explicar com alta qualidade a não aderência às práticas recomendadas da dimensão de governança “conselho de administração”.

Ao analisar a Tabela 8 temos o detalhamento da taxa de aderência da dimensão “Diretoria” das companhias abertas brasileiras ao longo de cinco anos de divulgação do “Informe de Governança”, na soma do período analisado de 2018 a 2022.

Tabela 8 – Detalhamento da taxa de aderência da dimensão “diretoria”

Detalhamento da aderência “Diretoria”	Frequência	Percentual
1(SIM-cumpre)	1323	66.12
3(PARCIALMENTE-específica do contexto)	9	0.45

4(PARCIALMENTE-explica, mas pratica)	9	0.45
5(PARCIALMENTE-prática alternativa)	127	6.35
6(PARCIALMENTE-justificativa de princípios)	131	6.55
7(PARCIALMENTE-justificativa deficiente)	89	4.45
9(NÃO-específica do contexto)	10	0.50
10(NÃO-explica, mas pratica)	12	0.60
11(NÃO-prática alternativa)	175	8.75
12(NÃO-justificativa de princípios)	48	2.40
13(NÃO-justificativa deficiente)	68	3.40
Total	2001	100.00

Fonte: dados da pesquisa.

A Tabela 8 apresenta que a maioria das empresas cumprem as práticas da dimensão “diretoria” com 66.12% de aderência, indicando a maior concentração de respostas “sim” (cumprimento da prática recomendada) para a dimensão de Governança Corporativa “Diretoria”.

Na Tabela 8 é observado que há uma maioria, com uma pequena diferença, de respostas “não” (não cumpre a prática) em relação às respostas “parcialmente” (cumprimento parcial da prática) com maior percentual representativo para a subcategoria “prática alternativa” para as explicações da resposta “não” com 8.75% e já a “justificativa de princípios” prevalece nas respostas das explicações para o “parcialmente” com 6.55%.

Outro ponto de destaque na Tabela 8 é que há mais “justificativa deficiente” nas explicações da resposta “parcialmente” com 4.45% do que na resposta “não” com 3.40%.

Com base nos dados da Tabela 8, focando as explicações com melhores avaliações e com a melhor pontuação atribuída no índice de taxonomia da pesquisa, verifica-se que as explicações das respostas “parcialmente” para a subcategoria “específica do contexto”(0.45%) e “explica, mas pratica” (0.45%) são ainda bastante reduzidas e com o mesmo percentual representando a pior qualidade de explicações da amostra para a resposta “parcialmente”. Enquanto a resposta é “não”, a explicação na subcategoria “específica do contexto” (0.50%) é menos representativa do que a “explica, mas pratica” (0.60%), porém não chegam a 1% de representação da amostra. Isso demonstra a dificuldade das empresas brasileiras em explicar com alta qualidade a não aderência às práticas recomendadas da dimensão de governança “diretoria”.

Já na Tabela 9 temos o detalhamento da taxa de aderência da dimensão “Órgãos de Fiscalização e Controle” das companhias abertas brasileiras ao longo de cinco anos de divulgação do “Informe de Governança”, no total do período analisado de 2018 a 2022.

Tabela 9 – Detalhamento da taxa de aderência da dimensão “órgãos de fiscalização e controle”

Detalhamento da aderência “Órgãos de Fiscalização e Controle”	Frequência	Percentual
1(SIM-cumpre)	1466	65.36
3(PARCIALMENTE-específica do contexto)	24	1.07
4(PARCIALMENTE-explica, mas pratica)	19	0.85
5(PARCIALMENTE-prática alternativa)	149	6.64
6(PARCIALMENTE-justificativa de princípios)	165	7.36
7(PARCIALMENTE-justificativa deficiente)	57	2.54
9(NÃO-específica do contexto)	8	0.36
10(NÃO-explica, mas pratica)	13	0.58
11(NÃO-prática alternativa)	107	4.77
12(NÃO-justificativa de princípios)	115	5.13
13(NÃO-justificativa deficiente)	120	5.35
Total	2243	100.00

Fonte: dados da pesquisa.

A Tabela 9 apresenta que a maioria das empresas cumprem as práticas da dimensão “órgãos de fiscalização e controle” com 65.36% de aderência.

Na Tabela 9 é observado que há uma maioria de respostas “parcialmente” (cumprimento parcial da prática) em relação às respostas “não” (não cumpre a prática) com maior percentual representativo para as subcategorias “prática alternativa” (6.64%) e “justificativa de princípios” (7.36%) nos cinco anos de divulgação do “Informe de Governança”, de 2018 a 2022.

Outro ponto de destaque na Tabela 9 é que há mais “justificativa deficiente” nas explicações da resposta “não” com 5.35% do que na resposta “parcialmente” com 2.54%.

Ainda sob a análise da Tabela 9, focando as explicações melhores avaliadas com a melhor pontuação atribuída na pesquisa verifica-se que as respostas “parcialmente” para a subcategoria “específica do contexto” (1.07%) é mais representativa para as explicações na subcategoria “explica, mas pratica” (0.85%). Enquanto a resposta é “não” a subcategoria “específica do contexto” (0.36%) é menos representativa do que a “explica, mas pratica” (0.58%) representando o pior índice de qualidade de explicação para a resposta “não”. Isso demonstra a dificuldade das empresas brasileiras em explicar com alta qualidade a não aderência às práticas recomendadas da dimensão de governança “órgãos de fiscalização e controle”.

Na análise da Tabela 10 temos a pontuação da taxa de aderência descrição da dimensão de governança “ética e conflitos de interesse”.

Tabela 10 – Detalhamento da taxa de aderência da dimensão “ética e conflitos de interesses”

Detalhamento da aderência “Ética e Conflito de Interesse”	Frequência	Percentual
1(SIM-cumpre)	342	25.37
3(PARCIALMENTE-específica do contexto)	24	1.78
4(PARCIALMENTE-explica, mas pratica)	27	2.00
5(PARCIALMENTE-prática alternativa)	223	16.54
6(PARCIALMENTE-justificativa de princípios)	165	12.24
7(PARCIALMENTE-justificativa deficiente)	61	4.53
9(NÃO-específica do contexto)	14	1.04
10(NÃO-explica, mas pratica)	9	0.67
11(NÃO-prática alternativa)	135	10.01
12(NÃO-justificativa de princípios)	215	15.95
13(NÃO-justificativa deficiente)	133	9.87
Total	1348	100.00

Fonte: dados da pesquisa.

A Tabela 10 apresenta que a maioria das empresas cumprem as práticas da dimensão “ética e conflitos de interesse” com 65.36% de aderência.

Na Tabela 10 é observado que há uma maioria de respostas “não” (não cumpre a prática) com uma pequena diferença em relação às respostas “parcialmente” (cumprimento parcial da prática) com maior percentual representativo para a subcategoria “prática alternativa” (16.54%) nas explicações do “parcialmente” e já a “justificativa de princípios” com 15.95% nas explicações das respostas “não” no “Informe de Governança”, de 2018 a 2022.

Outro ponto de destaque na Tabela 10 é que há mais “justificativa deficiente” nas explicações da resposta “não” com 9.87% do que na resposta “parcialmente” com 4.53%.

Com base nos dados da Tabela 10, focando as explicações com melhores avaliações e com a melhor pontuação atribuída no índice de taxonomia da pesquisa, verifica-se que as explicações das respostas “parcialmente” para a subcategoria “específica do contexto” (1.78%) e “explica, mas pratica” (2.00%) são as que apresentam maior representatividade na amostra com a melhor qualidade das explicações, porém ainda são minoria as explicações de qualidade no geral. Enquanto a resposta é “não”, a explicação na subcategoria “específica do contexto” (1.04%) é mais representativa do que a “explica, mas pratica” (0.67%). Isso ainda demonstra a dificuldade das empresas brasileiras em explicar com alta qualidade a não aderência às práticas recomendadas da dimensão de governança “ética e conflitos de interesse”, porém essa dimensão de governança é a que goza de melhor qualidade das explicações para a não aderência na amostra analisada.

4.3 Análises das práticas recomendadas

No Quadro 6, a seguir, é apresentada a lista das práticas recomendadas mais adotadas no período de 2018 a 2022:

Quadro 6 – Práticas mais adotadas no período de 2018 a 2022

Dimensões de Governança Corporativa	Práticas recomendadas mais adotadas (2018-2022)	Aderência (%)
Acionistas	1.3.2 As atas devem permitir o pleno entendimento das discussões havidas na assembleia, ainda que lavradas em forma de sumário de fatos ocorridos, e trazer identificação dos votos proferidos pelos acionistas.	98.8%
Conselho de Administração	2.9.3 As atas da reunião do conselho devem ser redigidas com clareza e registrar as decisões tomadas, as pessoas presentes, os votos divergentes e as abstenções de voto.	98.8%
Conselho de Administração	2.3.1 O diretor-presidente não deve acumular o cargo de presidente do conselho de administração.	94.4%
Diretoria	3.2.1 Não deve existir reserva de cargos de diretoria ou posições gerenciais para indicação direta por acionistas.	92.4%
Ética e conflito de interesses	5.2.1 As regras de governança da companhia devem zelar pela separação e definição clara de funções, papéis e responsabilidades associados aos mandatos de todos os agentes de governança. Devem ainda ser definidas as alçadas de decisão de cada instância, com o objetivo de minimizar possíveis focos de conflitos de interesses.	91.7%

Fonte: dados da pesquisa.

A partir do Quadro 6, as práticas com maior percentual de adoção foram: a 1.3.2 com 98.8% juntamente com a 2.9.3 também com 98.8%.

É possível observar, no Quadro 6, entre as práticas mais adotadas uma divisão quanto a dimensão de governança corporativa: duas da dimensão de governança “conselho de administração” (2.9.3 e 2.3.1); uma (1) da dimensão de governança “acionistas” (1.3.2), uma (1) da dimensão de governança “diretoria” (3.2.1) e uma (1) da dimensão de governança “ética e conflitos de interesse” (5.2.1).

No Quadro 7, é possível observar as práticas com maior percentual de não aderência no período de 2018 a 2022 com a resposta “não”:

Quadro 7 – Práticas menos adotadas no período de 2018 a 2022 com a resposta “não”

Dimensão de Governança Corporativa	Práticas recomendadas menos adotadas (2018-2022)	Aderência (%)
Conselho de Administração	2.5.1 O conselho de administração deve aprovar e manter atualizado um plano de sucessão do diretor-presidente, cuja elaboração deve ser coordenada pelo presidente do conselho de administração.	54.8%
Conselho de Administração	2.9.2 As reuniões do conselho devem prever regularmente sessões exclusivas para conselheiros externos, sem a presença dos executivos e demais	47.2%

	convidados, para alinhamento dos conselheiros externos e discussão de temas que possam criar constrangimento.	
Ética e conflito de interesses	5.5.2 A política deve prever que o conselho de administração seja o órgão responsável pela aprovação de todos os desembolsos relacionados às atividades políticas.	47.1%
Diretoria	3.1.2 A diretoria deve ter um regimento interno próprio que estabeleça sua estrutura, seu funcionamento e seus papéis e responsabilidades.	42.9%
Acionistas	1.1.1 O capital social da companhia deve ser composto apenas por ações ordinárias.	34.1%

Fonte: dados da pesquisa.

A partir do Quadro 7, as práticas com menor percentual de adoção foram: a 2.5.21 com 54.8% seguida das práticas a 2.9.2 com 47.2% e da 5.5.2 com 47.1%.

É possível observar, no Quadro 7, entre as práticas menos adotadas uma divisão quanto a dimensão de governança corporativa: duas (2) da dimensão de governança “conselho de administração” (2.5.1 e 2.9.2); uma (1) da dimensão de governança “diretoria” (3.1.2) e uma (1) da dimensão de governança “acionistas” (1.1.1.).

No Quadro 8 é possível observar as práticas com maior percentual de não aderência no período de 2018 a 2022 com a resposta “parcialmente”:

Quadro 8 – Práticas menos adotadas no período de 2018 a 2022 com a resposta “parcialmente”

Dimensões de Governança Corporativa	Práticas recomendadas menos adotadas (2018-2022)	Aderência (%)
Conselho de Administração	2.2.1 O Estatuto Social deve estabelecer que (i) o conselho de administração seja composto em sua maioria por membros externos, tendo, no mínimo, um terço de membros independentes; (ii) o conselho de administração deve avaliar e divulgar anualmente quem são os conselheiros independentes, bem como indicar e justificar quaisquer circunstâncias que possam comprometer sua independência.	35.8%
Ética e conflito de interesses	5.3.2 O conselho de administração deve aprovar e implementar uma política de transações com partes relacionadas, que inclua, entre outras regras: (i) previsão de que, previamente à aprovação de transações específicas ou diretrizes para a contratação de transações, o conselho de administração solicite à diretoria alternativas de mercado à transação com partes relacionadas em questão, ajustadas pelos fatores de risco envolvidos; (ii) vedação a formas de remuneração de assessores, consultores ou intermediários que gerem conflito de interesses com a companhia, os administradores, os acionistas ou classes de acionistas; (iii) proibição a empréstimos em favor do controlador e dos administradores; (iv) as hipóteses de transações com partes relacionadas que devem ser embasadas por laudos de avaliação independentes, elaborados sem a participação de nenhuma parte envolvida na operação em questão, seja ela banco, advogado, empresa de consultoria especializada, entre outros, com base em premissas realistas e informações referendadas; (v) que reestruturações societárias envolvendo partes relacionadas devem assegurar tratamento	32.6%

Quadro 8 – Práticas menos adotadas no período de 2018 a 2022 com a resposta “parcialmente”

Dimensões de Governança Corporativa	Práticas recomendadas menos adotadas (2018-2022)	Aderência (%)
	equitativo para todos os acionistas.	
Ética e conflito de interesses	5.1.1 A companhia deve ter um comitê de conduta, dotado de independência e autonomia e vinculado diretamente ao conselho de administração encarregado de implementação, disseminação, treinamento, revisão e atualização do código de conduta e do canal de denúncias, bem como da condução de apurações e propositura de medidas corretivas relativas às infrações ao código de conduta.	32.6%
Órgãos de fiscalização e controle	4.3.1 A companhia deve estabelecer uma política para a contratação de serviços extra-auditoria de seus auditores independentes, aprovada pelo conselho de administração, que proíba a contratação de serviços extra-auditoria que possam comprometer a independência dos auditores. A companhia não deve contratar como auditor independente quem tenha prestado serviços de auditoria interna para a companhia há menos de 3 anos.	29.5%
Órgãos de fiscalização e controle	4.1.1 O comitê de auditoria estatutário deve: (i) ter entre suas atribuições a de assessorar o conselho de administração no monitoramento e controle da qualidade das demonstrações financeiras, nos controles internos, no gerenciamento de riscos e compliance; (ii) ser formado em sua maioria por membros independentes e coordenado por um conselheiro independente;(iii) ter ao menos um de seus membros independentes com experiência comprovada na área contábil-societária, de controles internos, financeira e de auditoria, cumulativamente;(iv) possuir orçamento próprio para a contratação de consultores para assuntos contábeis, jurídicos ou outros temas, quando necessária a opinião de um especialista externo.	18.9%

Fonte: dados da pesquisa.

A partir do Quadro 8, as práticas com uma maior aderência parcial foram: a 2.2.1 com 35.8% seguida das práticas 5.3.2 com 32.6% e da 5.1.1 também com 32.6%.

É possível observar, no Quadro 8, entre as práticas de uma maior aderência parcial uma divisão quanto a dimensão de governança corporativa: da dimensão de governança “ética e conflito de interesses” (5.3.2 e 5.1.1); duas (2) da dimensão de governança “órgãos de fiscalização e controle” (4.3.1 e 4.1.1), uma(1) da dimensão de governança “conselho de administração” (2.2.1).

4.4 Análises descritivas das variáveis independentes à aderência às práticas de governança recomendadas

Nesta subseção será feita a apresentação do descritivo das variáveis independentes. Na Tabela 11 a seguir é apresentado o descritivo da variável independente principal concentração de propriedade (Owvot), desempenho (ROA), endividamento (END) e

tamanho (TAM).

Tabela 11 – Descritivo das variáveis independentes: concentração de propriedade (owvot), desempenho (ROA), endividamento (END) e tamanho (TAM)

Variável	owvot1	owvot2	owvot3	owvot4	owvot5	ROA	END	TAM
N	243	243	243	243	243	243	243	243
Média	0.467	0.511	0.562	0.587	0.599	0.057	0.186	14.303
Mediana	0.381	0.504	0.557	0.577	0.578	0.042	0.152	14.571
Dessvio padrão	0.281	0.227	0.219	0.215	0.211	0.082	0.187	1.937
Coefficiente de variação	0.603	0.444	0.391	0.366	0.352	1.438	1.004	0.135
Mínimo	0.054	0.103	0.143	0.143	0.143	-0.052	0	8.256
Máximo	1	1	1	1	1	0.331	0.603	19.795
p5	0.096	0.180	0.218	0.257	0.264	-0.052	0	10.842
p95	0.992	0.963	0.963	0.963	0.963	0.219	0.591	17.019

Fonte: dados da pesquisa.

Como mostra a Tabela 11, a média da concentração de propriedade (owvot) apresenta valores elevados no mercado de capitais brasileiro. O maior acionista com voto (owvot1) detém, em média, 46,70% das ações ordinárias da empresa. Enquanto, os cinco maiores acionistas (owvot5) têm, em média, 59,90% das ações ordinárias. Estes resultados de concentração de propriedade elevada confirmam outros estudos dentro da realidade brasileira e internacional (Aldrighi; Mazzer Neto, 2005, 2007; Bauwhede; Willekens, 2008; Brandão; Crisóstomo, 2015; Cuomo; Mallin; Zattoni, 2016; Hooghiemstra, 2012; Leal; Silva; Valadares, 2002; Lepore *et al.*, 2018; Manzanares; Leal, 2020). As médias de rentabilidade (ROA) e endividamento (END) são de 5,27% e 18,60%, respectivamente, com elevada dispersão para a rentabilidade, conforme se observa pelo coeficiente de variação.

Com relação à outra variável explicativa (independente) no modelo, o tamanho (TAM) é a mais sólida, pois, de fato, o tamanho tem correlação positiva com o “cumprir ou explicar” indicando que as empresas maiores tendem a adotar mais e justificar menos confirmando os estudos anteriores acerca desta relação (Barros *et al.*, 2015; Hooghiemstra, 2012; Leal *et al.*, 2015; Manzanares; Leal, 2020; Nerantzidis, 2015; Seidl; Sanderson; Roberts, 2013; Werder; Talaulicar; Kolat, 2005).

4.5 Influência da concentração de propriedade, regulação e tamanho no grau de adesão ao Pratique ou Explique

A influência da concentração de propriedade, regulação e tamanho no grau de adesão ao Pratique ou Explique foi analisada a partir do indicado nas seguintes tabelas:

Tabela 12: nesta Tabela são apresentados cinco modelos que apresentam a influência da concentração de propriedade, setor regulado, tamanho e variáveis de controle, na média das práticas do Pratique ou Explique relacionadas a Acionistas, Conselho de Administração, Diretoria, Órgãos de Fiscalização e Controle, e Ética e Conflito de interesses.

Tabela 13: São apresentados os cinco modelos considerando o grau de aderência de cada observação às práticas recomendadas relacionadas a “Acionistas”.

Tabela 14: São apresentados os cinco modelos considerando o grau de aderência de cada observação às práticas recomendadas relacionadas ao “Conselho de Administração”.

Tabela 15: São apresentados os cinco modelos considerando o grau de aderência de cada observação às práticas recomendadas relacionadas à “Diretoria”.

Tabela 16: São apresentados os cinco modelos considerando o grau de aderência de cada observação às práticas recomendadas relacionadas aos “Órgãos de Fiscalização e Controle”.

Tabela 17: São apresentados os cinco modelos considerando o grau de aderência de cada observação às práticas recomendadas relacionadas à “Ética e Conflito de Interesses”.

Em cada modelo foram incluídas as variáveis independentes que indicam se o setor do qual participa é regulado ou não e o tamanho da empresa. Também são incluídas as variáveis de controle. Na Tabela 12, é apresentado o modelo de regressão para o grau de adesão médio total:

Tabela 12 – Modelo de regressão para o grau de adesão médio total

Variáveis	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	media_tot	media_tot	media_tot	media_tot	media_tot
owvot1	-0.416** (0.206)				
owvot2		-0.648*** (0.237)			
owvot3			-0.807*** (0.234)		
owvot4				-0.930*** (0.235)	
owvot5					-0.999*** (0.234)
SETOR	0.188* (0.0972)	0.200** (0.0944)	0.221** (0.0922)	0.241*** (0.0912)	0.252*** (0.0908)
TAM	0.281*** (0.0269)	0.277*** (0.0261)	0.268*** (0.0260)	0.261*** (0.0260)	0.258*** (0.0258)
ROA	-0.0383 (0.743)	-0.0892 (0.722)	-0.170 (0.715)	-0.258 (0.709)	-0.289 (0.705)
END	0.0121 (0.302)	0.0761 (0.294)	0.0544 (0.297)	0.0559 (0.297)	0.0657 (0.297)
Constant	0.834**	1.024**	1.274***	1.466***	1.558***

	(0.413)	(0.409)	(0.418)	(0.423)	(0.422)
Observations	243	243	243	243	243
R-squared	0.411	0.419	0.428	0.436	0.440
r2_a	0.398	0.407	0.416	0.424	0.428
F	25.11	26.51	27.27	27.99	28.29
p value	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)

Erros padrão robustos em parênteses.

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Onde: END: endividamento; media_tot: grau de adesão médio total; owvot1: primeiro principal acionista votante; owvot2: os dois primeiros principais acionistas votantes; owvot3: os três primeiros principais acionistas votantes; owvot4: os quatro primeiros principais acionistas votantes; owvot5: os cinco primeiros principais acionistas votantes; ROA: rentabilidade; SETOR: setor regulado; TAM: tamanho.

Fonte: dados da pesquisa.

Conforme a Tabela 12 verifica-se que as variáveis que representam os níveis de concentração de propriedade de propriedade (owvot1, owvot2, owvot3, owvot4 e owvot5) apresentam coeficientes negativos com significância estatística para explicar o grau de adesão ao “Pratique ou Explique”. Com base no resultados, se aceita a primeira hipótese de que o nível de concentração de propriedade influencia negativamente o grau de adesão à abordagem do “Pratique ou Explique”, na presença das demais variáveis. Observa-se, também, que na medida em que se tem a concentração de propriedade em dois, três, quatro e cinco maiores acionistas, a influência negativa aumenta. Tal achado, é alinhado com o resultado de outras pesquisas que mostram que a concentração de propriedade tem efeito significativo e negativo com a qualidade da governança corporativa e com a abordagem do “Pratique ou Explique” (Aldrighi; Mazzer Neto, 2005, 2007; Bauwhede; Willekens, 2008; Brandão; Crisóstomo, 2015; Cuomo; Mallin; Zattoni, 2016; Hooghiemstra, 2012; Leal; Silva; Valadares, 2002; Lepore *et al.*, 2018; Manzanares; Leal, 2020).

A concentração de propriedade no quinto acionista votante tem grande influência negativa, o que é perceptível a partir do primeiro acionista votante até o quinto com essa influência negativa ficando mais forte. Isso corrobora com estudos empíricos anteriores internacionais que esclarecem que em ambientes caracterizados pela alta concentração de poder para o acionista controlador faz com que este comande a direção sem maiores complicações o que sinaliza para a incompatibilidade com a adoção de práticas de governança que possam limitar a sua autoridade (Bozec; Bozec, 2007; Connelly *et al.*, 2010; Dyck; Zinga; Les, 2004).

No Brasil, trabalhos acadêmicos confirmam o que diz a literatura internacional, pois um cenário marcado pela alta concentração de propriedade e com desvios entre direitos de voto e de fluxo de caixa afetam negativamente a qualidade da governança corporativa (Brandão; Crisóstomo, 2015; Silveira; Barros, 2008; Silveira *et al.*, 2009), o que é observado

na Tabela 12 que representa a realidade brasileira em que a concentração de propriedade tem efeito negativo sobre a abordagem do cumprir ou explicar, ou seja, empresas com mais concentração de propriedade estão adotando menos as práticas recomendadas e as justificando mais.

Destaca-se também na Tabela 12 que a variável setor regulado (SETOR), na presença das demais variáveis (concentração de propriedade e tamanho) tem um efeito positivo sobre o grau de adesão em todos os modelos, ou seja, a empresa brasileira segue o proposto de que quanto mais regulado o setor econômico mais a empresa cumpre com as práticas recomendadas na abordagem do “Pratique ou explique”. Por isso, as empresas reguladas por pressão social ou por serem fiscalizadas têm um nível de aderência maior ao “Pratique ou Explique” o que confirma a hipótese dois deste trabalho. Observa-se pelos coeficientes das variáveis as empresas que apresentam uma concentração acionária em cinco maiores acionistas tem uma influência negativa maior na adesão ao “Pratique ou Explique”. No entanto, se essa empresa for regulada a força da regulação tende a superar esse efeito negativo. Tais resultados são consistente com outros estudos que demonstram que empresas de setor regulado tendem a cumprir mais as leis e regulamentos (Silveira *et al.*, 2019; Lopes *et al.*, 2014; Silveira *et al.*, 2021; Zafalon; Padgett; Yahiro, 2020) e, conseqüentemente aumentam o grau do “Pratique ou Explique”.

Em relação à associação com a variável setor regulado (SETOR), exposto na Tabela 12, o grau de adesão à abordagem do cumprir ou explicar tem significância positiva, ou seja, quanto mais regulado for o setor da empresa maior é o grau de adesão ao Pratique ou Explique o que vai ao encontro do que menciona a literatura de que fatores externos, como o setor de atividade da empresa, são relevantes para a decisão das empresas de submeterem seus informes à verificação externa (Silveira *et al.*, 2019; Simnett; Vanstraelen; Chua, 2009).

Há uma discussão na literatura se a Governança Corporativa é complementada com as recomendações regulatórias, ou se o regulatório é a própria Governança Corporativa (Korontai; Fonseca, 2020; Streit; Faria, 2020), o que pode ser extraído com a análise da Tabela 12 é que as empresas que são reguladas seguem mais as recomendações das práticas de governança da abordagem pratique ou explique, ou seja, a Governança Corporativa no mercado brasileiro está sendo favorecida pelas recomendações legais regulatórias, o que se explica pelo fato das instituições que são reguladas terem variados agentes econômicos interessados nos seus resultados e na publicação de suas informações quando comparadas a setores não regulados, os quais não possuem órgãos que os regulam (Zafalon; Padgett; Yahiro, 2020; Silveira, *et al.*, 2021).

Verifica-se o efeito positivo do tamanho da empresa (TAM) sobre o grau de adesão, conforme previsto teoricamente, o que é consistente e confirma a terceira hipótese deste trabalho. Assim, as empresas maiores apresentam maior adoção das práticas recomendadas da abordagem “Pratique ou Explique”. Este resultado pode ser explicado por estas empresas terem a maior capacidade de suportarem o custo de implantação do sistema de governança, seja por terem maior quantidade de garantias, fluxo de caixa livre ou a boa reputação da empresa junto às instituições financeiras (Brandão; Crisóstomo, 2015; Klapper; Love, 2004; Rajan; Zingales, 1995; Werder; Talaulicar; Kolat, 2005).

A análise da variável tamanho (TAM) e sua relação com o grau de adesão, na Tabela 13, confirma o que é revelado em pesquisas nacionais e internacionais: o tamanho está positivamente associado à qualidade das práticas de Governança Corporativa, pois grandes empresas exigem melhores mecanismos de monitoramento e controle (Brandão; Crisóstomo, 2015; Rajan; Zingales, 1995) e, também, usufruem de uma ampla cobertura de analistas do mercado de capitais e da mídia especializada e, por isso, temem prejudicar a sua reputação corporativa com a baixa conformidade, o que pode exercer maior pressão sobre elas para cumprir ou explicar adequadamente (Akkermans *et al.*, 2007; Cuomo; Mallin; Zattoni, 2016; Hooghiemstra; Van Ees, 2011; Manzanares; Leal, 2020; Werder; Talaulicar; Kolat, 2005).

Conforme a Tabela 12, verifica-se que as variáveis rentabilidade (ROA) e endividamento (END) não se mostraram significantes. Logo, nos estudos de governança elas aparecem mais como consequentes (influenciadas) pela governança corporativa do que como determinantes da governança corporativa o que dispensa grandes considerações a respeito das demais variáveis (Arcot; Bruno, 2011; Bauwhede; Willekens, 2008; Bauwhede; Willekens, 2008; Brandão; Crisóstomo, 2015; Goncharov; Werner; Zimmermann, 2006; Hooghiemstra, 2012; Hooghiemstra; Van Ees, 2011; Jensen, 1986; Lepore *et al.*, 2018; Nascimento *et al.*, 2018; Silveira *et al.*, 2010).

Na Tabela 13, temos os modelos grau de adesão para a dimensão de governança direito dos acionistas.

Tabela 13 – Modelos grau de adesão para a dimensão de governança direito dos acionistas

Variáveis	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	ac_media	ac_media	ac_media	ac_media	ac_media
owvot1	-1.207*** (0.253)				
owvot2		-1.159*** (0.292)			
owvot3			-1.475***		

			(0.294)		
owvot4				-1.648***	
				(0.305)	
owvot5					-1.747***
					(0.312)
SETOR	0.0524	-0.00975	0.0312	0.0612	0.0765
	(0.154)	(0.148)	(0.144)	(0.142)	(0.142)
TAM	0.187***	0.197***	0.180***	0.169***	0.165***
	(0.0350)	(0.0348)	(0.0344)	(0.0344)	(0.0344)
ROA	1.102	0.906	0.759	0.605	0.555
	(0.936)	(0.930)	(0.915)	(0.901)	(0.894)
END	0.826**	0.915**	0.879**	0.878**	0.894**
	(0.378)	(0.385)	(0.385)	(0.385)	(0.384)
Constant	2.388***	2.298***	2.777***	3.072***	3.208***
	(0.561)	(0.552)	(0.549)	(0.556)	(0.560)
Observations	243	243	243	243	243
R-squared	0.259	0.226	0.251	0.264	0.271
r2_a	0.243	0.210	0.235	0.249	0.256
F	16.08	12.06	13.63	14.31	14.66
p value	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)

Erros padrão robustos em parênteses.

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Onde: END: endividamento; media_do grau de adesão da dimensão de governança corporativa “acionistas”; grau de adesão médio; owvot1: primeiro principal acionista votante; owvot2: os dois primeiros principais acionistas votantes; owvot3: os três primeiros principais acionistas votantes; owvot4: os quatro primeiros principais acionistas votantes; owvot5: os cinco primeiros principais acionistas votantes; ROA: rentabilidade; SETOR: setor regulado; TAM: tamanho.

Fonte: dados da pesquisa.

Conforme a Tabela 13, verifica-se que as variáveis de concentração de propriedade (Owvot) se mostraram significativamente negativas com a média do grau de adesão da dimensão de governança “acionistas” em 1%. Logo, no modelo geral com todas as empresas da amostra (no período de 2018 a 2022), a concentração de propriedade tem relação significativa e negativa com a média do grau de adesão da dimensão de governança “acionistas” com nível de significância em 1%.

Na Tabela 13, verifica-se também que as variáveis tamanho (TAM) com nível de significância em 1% e o endividamento (END) com nível de significância em 5% se mostraram positivamente significantes com a média do grau de adesão da dimensão de governança “acionistas”, ou seja, quanto maior a empresa e seu endividamento maior o grau de adesão.

Na Tabela 14, temos os modelos grau de adesão para a dimensão de governança composição e práticas do conselho de administração.

Tabela 14 – Modelos do grau de adesão da dimensão de governança composição e práticas do conselho de administração

Variáveis	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	consa_media	consa_media	consa_media	consa_media	consa_media
owvot1	-0.0417 (0.236)				
owvot1		-0.425 (0.286)			
owvot1			-0.663** (0.290)		
owvot1				-0.857*** (0.298)	
owvot1					-0.944*** (0.305)
SETOR	0.130 (0.132)	0.179 (0.129)	0.210 (0.128)	0.240* (0.127)	0.253** (0.126)
TAM	0.281*** (0.0345)	0.270*** (0.0340)	0.259*** (0.0338)	0.250*** (0.0336)	0.246*** (0.0336)
ROA	-0.731 (0.839)	-0.712 (0.814)	-0.771 (0.799)	-0.856 (0.785)	-0.887 (0.781)
END	-0.252 (0.367)	-0.197 (0.363)	-0.200 (0.363)	-0.192 (0.362)	-0.182 (0.362)
Constant	0.588 (0.530)	0.927* (0.542)	1.228** (0.553)	1.489*** (0.560)	1.598*** (0.564)
Observations	243	243	243	243	243
R-squared	0.295	0.302	0.311	0.320	0.324
r2_a	0.280	0.287	0.296	0.306	0.310
F	15.70	16.82	18.17	19.44	19.96
p value	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)

Erros padrão robustos em parênteses.

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Onde: END: endividamento; media_do grau de adesão da dimensão de governança corporativa “conselho de administração”; grau de adesão médio; owvot1: primeiro principal acionista votante; owvot2: os dois primeiros principais acionistas votantes; owvot3: os três primeiros principais acionistas votantes; owvot4: os quatro primeiros principais acionistas votantes; owvot5: os cinco primeiros principais acionistas votantes; ROA: rentabilidade; SETOR: setor regulado; TAM: tamanho.

Fonte: dados da pesquisa.

Com base na Tabela 14, verifica-se que as variáveis de concentração de propriedade (Owvot) se mostraram significantes e negativas com a média do grau de adesão da dimensão “conselho de administração” em 5% com os 3(três) principais acionistas e em 1% com os 4(quatro) e 5(cinco) principais acionistas votantes. Logo, no modelo geral com todas as empresas da amostra (no período de 2018 a 2022), a concentração de propriedade tem relação significativa e negativa com a média do grau de adesão da dimensão de governança “conselho de administração” a partir dos três principais acionistas.

Ainda na Tabela 14, verifica-se o efeito positivo do tamanho da empresa (TAM) sobre o grau de adesão da dimensão de governança “conselho de administração” com nível de

significância em 1%.

Na Tabela 15, temos os modelos grau de adesão para a dimensão de governança composição e práticas da diretoria.

Tabela 15 – Modelos do grau de adesão para a dimensão de governança composição e práticas da diretoria

Variáveis	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	dir_media	dir_media	dir_media	dir_media	dir_media
owvot1	-0.152 (0.257)				
owvot2		-0.270 (0.306)			
owvot3			-0.411 (0.321)		
owvot4				-0.506 (0.326)	
owvot5					-0.575* (0.326)
SETOR	0.280** (0.125)	0.289** (0.126)	0.308** (0.125)	0.323** (0.126)	0.333*** (0.125)
TAM	0.230*** (0.0318)	0.227*** (0.0315)	0.220*** (0.0316)	0.216*** (0.0317)	0.213*** (0.0316)
ROA	-1.788** (0.778)	-1.804** (0.766)	-1.842** (0.757)	-1.891** (0.750)	-1.912** (0.748)
END	-0.283 (0.356)	-0.255 (0.354)	-0.258 (0.353)	-0.255 (0.352)	-0.247 (0.352)
Constant	1.667*** (0.513)	1.766*** (0.529)	1.947*** (0.551)	2.080*** (0.565)	2.164*** (0.565)
Observations	243	243	243	243	243
R-squared	0.262	0.264	0.267	0.269	0.272
r2_a	0.246	0.248	0.251	0.254	0.256
F	17.37	17.81	18.37	18.75	18.98
p value	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)

Erros padrão robustos em parênteses.

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Onde: END: endividamento; media_do grau de adesão da dimensão de governança corporativa “diretoria”; grau de adesão médio; owvot1: primeiro principal acionista votante; owvot2: os dois primeiros principais acionistas votantes; owvot3: os três primeiros principais acionistas votantes; owvot4: os quatro primeiros principais acionistas votantes; owvot5: os cinco primeiros principais acionistas votantes; ROA: rentabilidade; SETOR: setor regulado; TAM: tamanho.

Fonte: dados da pesquisa.

Analisando a Tabela 15, observa-se que as variáveis de concentração de propriedade (Owvot) se mostraram significantes e negativas com a média do grau de adesão da dimensão “diretoria” em 5% somente com os 5(cinco) principais acionistas votantes. Logo, no modelo geral com todas as empresas da amostra (no período de 2018 a 2022), a concentração de propriedade tem relação significativa e negativa com a média do grau de

adesão da dimensão de governança “diretoria” a partir dos 5 (cinco) principais acionistas.

Na Tabela 15, verifica-se também que as variáveis setor regulado (SETOR) e o tamanho (TAM) mostraram-se positivamente significantes com a média do grau de adesão da dimensão de governança “diretoria”, ou seja, quanto maior a empresa e regulado for o setor econômico maior o grau de adesão.

Ainda na Tabela 15, a rentabilidade (ROA) apresenta significância negativa com o grau de adesão da dimensão “diretoria”, ou seja, quanto maior a rentabilidade menor será o grau de adesão com a abordagem do “Pratique ou Explique”.

Na Tabela 16, temos os modelos grau de adesão para a dimensão de governança órgãos de fiscalização e controle.

Tabela 16 – Modelos do grau de adesão para a dimensão de governança órgãos de fiscalização e controle

Variáveis	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	fc_media	fc_media	fc_media	fc_media	fc_media
owvot1	-0.0276 (0.251)				
owvot1		-0.520* (0.314)			
owvot1			-0.661** (0.324)		
owvot1				-0.815** (0.322)	
owvot1					-0.894*** (0.318)
SETOR	0.406*** (0.107)	0.471*** (0.109)	0.489*** (0.109)	0.513*** (0.109)	0.525*** (0.109)
TAM	0.376*** (0.0343)	0.361*** (0.0334)	0.354*** (0.0336)	0.346*** (0.0333)	0.342*** (0.0329)
ROA	0.541 (0.841)	0.570 (0.824)	0.504 (0.821)	0.425 (0.818)	0.396 (0.815)
END	-0.132 (0.373)	-0.0634 (0.368)	-0.0798 (0.370)	-0.0746 (0.370)	-0.0647 (0.370)
Constant	-0.733 (0.559)	-0.296 (0.570)	-0.0812 (0.592)	0.136 (0.596)	0.235 (0.588)
Observations	243	243	243	243	243
R-squared	0.416	0.424	0.427	0.433	0.435
r2_a	0.403	0.411	0.415	0.421	0.423
F	28.43	31.92	32.81	33.92	34.16
p value	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)

Erros padrão robustos em parênteses.

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Onde: END: endividamento; media_do grau de adesão da dimensão de governança corporativa “órgãos de fiscalização e controle”; grau de adesão médio; owvot1: primeiro principal acionista votante; owvot2: os dois primeiros principais acionistas votantes; owvot3: os três primeiros principais acionistas votantes; owvot4: os quatro primeiros principais acionistas votantes; owvot5: os cinco primeiros principais acionistas votantes; ROA:

Tabela 16 – Modelos do grau de adesão para a dimensão de governança órgãos de fiscalização e controle

Variáveis	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	fc_media	fc_media	fc_media	fc_media	fc_media

rentabilidade; SETOR: setor regulado; TAM: tamanho.

Fonte: dados da pesquisa.

Conforme a Tabela 16, observa-se que as variáveis de concentração de propriedade (Owvot) se mostraram negativamente significantes com a média do grau de adesão da dimensão “órgãos de fiscalização e controle” a partir dos 2 (dois) principais acionistas até 5(cinco) principais acionistas votantes. Logo, no modelo geral com todas as empresas da amostra (no período de 2018 a 2022), a concentração de propriedade tem relação significativa e negativa com a média do grau de adesão da dimensão de governança “órgãos de fiscalização e controle” a partir dos 2 (dois) principais acionistas até os 5(cinco) principais acionistas votantes.

Na Tabela 16, verifica-se também que as variáveis setor regulado (SETOR) e o tamanho (TAM) mostraram-se positivamente significantes com a média do grau de adesão da dimensão de governança “órgãos de fiscalização e controle”, ou seja, quanto maior a empresa e regulado for o setor econômico maior será o grau de adesão.

Quando se analisa a Tabela 17, temos os modelos grau de adesão para a dimensão de governança ética e conflitos de interesse.

Tabela 17 – Modelos do grau de adesão para a dimensão de governança ética e conflitos de interesse

Variáveis	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	etci_media	etci_media	etci_media	etci_media	etci_media
owvot1	-0.650** (0.279)				
owvot1		-0.864*** (0.317)			
owvot1			-0.826*** (0.312)		
owvot1				-0.822*** (0.313)	
owvot1					-0.837*** (0.312)
SETOR	0.0736 (0.121)	0.0723 (0.116)	0.0663 (0.114)	0.0691 (0.114)	0.0720 (0.114)
TAM	0.331*** (0.0427)	0.328*** (0.0424)	0.326*** (0.0433)	0.324*** (0.0437)	0.323*** (0.0437)
ROA	0.684 (1.212)	0.594 (1.189)	0.498 (1.191)	0.425 (1.189)	0.405 (1.188)
END	-0.1000 (0.391)	-0.0198 (0.384)	-0.0691 (0.391)	-0.0769 (0.394)	-0.0718 (0.394)

Constant	0.258 (0.628)	0.423 (0.632)	0.500 (0.658)	0.554 (0.672)	0.584 (0.674)
Observations	243	243	243	243	243
R-squared	0.347	0.351	0.347	0.345	0.345
r2_a	0.333	0.337	0.333	0.331	0.331
F	14.32	14.71	14.38	14.23	14.21
p value	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)

Erros padrão robustos em parênteses.

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Onde: END: endividamento; media_do grau de adesão da dimensão de governança corporativa “ética e conflito de interesses”; grau de adesão médio; owvot1: primeiro principal acionista votante; owvot2: os dois primeiros principais acionistas votantes; owvot3: os três primeiros principais acionistas votantes; owvot4: os quatro primeiros principais acionistas votantes; owvot5: os cinco primeiros principais acionistas votantes; ROA: rentabilidade; SETOR: setor regulado; TAM: tamanho.

Fonte: dados da pesquisa.

Com base na Tabela 17, verifica-se que as variáveis de concentração de propriedade (Owvot) se mostraram significantes e negativas com a média do grau de adesão da dimensão “ética e conflitos de interesse” em todas as variáveis de concentração de propriedade dos principais acionistas votantes. Logo, no modelo geral com todas as empresas da amostra (no período de 2018 a 2022), a concentração de propriedade tem relação significativa e negativa com a média do grau de adesão da dimensão de governança “ética e conflitos de interesse” em todas as variáveis de concentração de propriedade dos principais acionistas votantes.

Ainda na Tabela 17, verifica-se o efeito positivo do tamanho da empresa (TAM) sobre o grau de adesão da dimensão de governança “ética e conflitos de interesse” com nível de significância em 1%.

4.6 Análise da relação entre a concentração de propriedade e demais variáveis analisadas

Com base nos resultados apresentados podem-se comparar os efeitos dos diversos níveis de concentração de propriedade na adesão ao Pratique ou Explique.

Quando se compara do primeiro ao quinto principal acionista votante em relação a média total de adesão ao pratique ou explique percebe-se que a relação significativa e negativa é maior para o 5º acionista votante, ou seja, quanto mais concentrada a propriedade das empresas menos se cumpre e mais se explica as práticas recomendadas pela abordagem do pratique ou explique. A partir do primeiro acionista ao quinto principal votante vai aumentando a concentração de propriedade e fortalecendo a relação significativa e negativa.

Ao se analisar do 1º ao 5º acionista votante em relação à média de adesão à dimensão

de governança corporativa “acionistas” a relação significativa e negativa é mais fraca nos dois primeiros principais acionistas e mais forte nos cinco primeiros acionistas votantes.

Já analisando do principal acionista até os cinco principais acionistas votantes em relação à média de adesão à dimensão de governança corporativa “conselho de administração” percebe-se que no 1º acionista a relação significativa e negativa é mais fraca e vai se fortalecendo quando aumenta a concentração de propriedade. Isso representa a proposição do efeito “substituição” em espaços de alta concentração de propriedade com conflitos de interesses entre grandes e pequenos acionistas (conflito “principal-principal”) em que os acionistas controladores têm a habilidade e o estímulo para exercer diretamente o controle da diretoria executiva, ou seja, substituindo a tarefa que é função do Conselho de Administração (Bozec; Bozec, 2007; Denis; McConnell, 2003; La Porta *et al.*, 2000).

Já em ambientes de capital pulverizado, os conflitos de agência mais comuns são do tipo principal-agente, em que há uma maior relevância para a função do conselho de administração em monitorar a gestão; porém em cenários que há a presença de um acionista controlador, o papel do conselho de administração tende a ser diminuído (Aguilera; Desender, 2012; Brandão; Crisóstomo, 2015) uma vez que o próprio controlador tem interesse em assumir este papel, pois – em conformidade com o efeito expropriação – os acionistas controladores poderiam utilizar-se da sua posição acionária para usar benefícios particulares de controle que podem ocasionar prejuízo para acionistas minoritários (Brandão; Crisóstomo, 2015; Dyck; Zingales, 2004; La Porta *et al.*, 1999).

Observando do 1º ao 5º acionista votante em relação à média de adesão à dimensão de governança corporativa “diretoria” a relação significativa e negativa é mais fraca no primeiro principal acionista e vai se fortalecendo até o quinto principal votante, o que novamente afirma o efeito “substituição” em mercados caracterizados pela alta concentração, como é o mercado brasileiro, em que o acionista controlador exerce o controle da diretoria executiva (Bozec; Bozec, 2007; Denis; McConnell, 2003; La Porta *et al.*, 2000).

Quando se compara do primeiro ao quinto principal acionista votante em relação a média de adesão ao pratique ou explique da dimensão de governança corporativa “órgãos de fiscalização e controle” percebe-se que a relação significativa e negativa é mais fraca para o 1º acionista votante, ou seja, quanto mais concentrada a propriedade das empresas menos se cumpre e mais se explica as práticas recomendadas pela abordagem do pratique ou explique da dimensão de governança “órgãos de fiscalização e controle”. A partir do segundo acionista ao quinto principal votante vai aumentando a concentração de propriedade e fortalecendo a relação significativa e negativa.

Ao observar do 1º ao 5º acionista votante em relação à média de adesão à dimensão de governança corporativa “ética e conflito de interesses” a relação significativa e negativa é mais fraca no primeiro principal acionista e se mantém sem grande variação do segundo ao quinto principal acionista votante, mas sempre com efeito negativo. Portanto, a maior concentração de propriedade dificulta a adesão à abordagem do *Pratique ou Explique* na dimensão de governança “ética e conflito de interesses” no país. Analisando a relação do 1º ao 5º acionista votante em relação ao setor regulado (SETOR) observam-se relações de significância positivas nas variáveis de concentração de propriedade com o grau médio total de adesão ao *Pratique ou Explique* e com as dimensões de governança “diretoria” e “órgãos de fiscalização e controle” destacando que também houve significância positiva da variável SETOR a partir do 4º acionista principal com a dimensão de governança corporativa “conselho de administração”. Isso demonstra que a influência do setor regulado no grau de adesão ao “*Pratique ou Explique*” representa que se a empresa for regulada, a força da regulação tende a superar o efeito negativo da concentração de propriedade.

Por fim, ao observar a relação do 1º ao 5º acionista votante em relação ao tamanho (TAM) das empresas é percebido que há uma significância positiva em todas as variáveis de concentração de propriedade nas dimensões de governança corporativa o que representa a forte influência do tamanho das companhias no grau de adesão ao “*Pratique ou Explique*”. Isso evidencia que quanto maior for a empresa, maior será a força da companhia para triunfar sobre o efeito negativo da concentração de propriedade.

5 CONCLUSÃO

As teorias da agência e contingencial buscam explicar as relações entre os atributos das empresas e a qualidade da governança corporativa. Nas suas proposições várias pesquisas empíricas têm fornecido evidência de que há fatores capazes de influenciar na divulgação e no cumprimento de práticas de governança corporativa em países com baixa proteção legal e alta concentração de propriedade acerca da obrigatoriedade de leis e regulamentos como é o caso da abordagem do *Pratique ou Explique*.

Este trabalho teve como objetivo geral analisar o nível de influência da concentração de propriedade, pertinência da empresa a um setor regulado e tamanho da empresa no grau de adesão com a abordagem *Pratique ou Explique* adotada no mercado brasileiro. Para tanto, a pesquisa considerou as empresas que divulgam o “Informe do Código de Governança” no *site* da CVM desde a sua obrigatoriedade legal através da IN da CVM n. 586

(revogada e atualizada pela IN da CVM n. 80 de 2022). O período de análise é de 2018 a 2022 obtendo-se um painel de 243 observações de empresas de distintos setores da economia em uma amostra aleatória.

As características específicas do mercado de capitais brasileiro torna importante o estudo sobre os determinantes da concentração de propriedade nas empresas brasileiras, na intenção de se relacionar a concentração de propriedade, o setor regulado e o tamanho das empresas do mercado brasileiro com as correspondentes características das informações relatadas sobre a abordagem *Pratique ou Explique* adotada em economias em desenvolvimento e analisar as características das informações relatadas pelas empresas do mercado brasileiro alusivas à abordagem *Pratique ou Explique*, sob a ótica do Código Brasileiro de Governança.

Com base na revisão de literatura, foram formuladas hipóteses para três atributos propostos no estudo, que são: concentração de propriedade, tamanho e setor.

Na correlação, como hipotetizado, realmente a concentração de propriedade tem efeito negativo sobre a abordagem do cumprir ou explicar, ou seja, empresas com mais concentração de propriedade estão adotando menos e justificando mais o que confirma a primeira hipótese.

A variável Setor que é significativa com o grau de adesão ao *Pratique ou Explique*, isto é, quanto mais regulado o setor maior é a adesão ao “*Pratique ou Explique*” confirmando a segunda hipótese da pesquisa. Com relação à outra variável independente, o tamanho da empresa é a mais sólida, pois, de fato, o tamanho da empresa tem correlação positiva com o “cumprir ou explicar” indicando que as empresas maiores tendem a adotar mais e justificar menos, o que confirma a terceira hipótese do estudo.

As outras variáveis: ROA (Rendimento) e END (Endividamento) são mais complexas, na verdade, nos estudos de governança elas aparecem mais como consequentes (influenciadas) pela governança corporativa do que como determinantes da governança corporativa o que dispensa grandes considerações a respeito das demais variáveis.

Este estudo amplia parte do trabalho de Manzares e Leal (2020) que foi aprimorado e adaptado de Seidl, Sanderson e Roberts (2009) e Seidl, Sanderson e Roberts (2013) para a análise e codificação das explicações de não aderência para todas as 54 (cinquenta e quatro) práticas recomendadas e com foco nas dimensões de governança corporativa (Acionistas, Conselho de Administração, Diretoria, Órgãos de Fiscalização e Controle, Ética e Conflitos de Interesse) em um período de cinco anos (2018 a 2022).

As dimensões de governança corporativa em sua grande maioria cumprem as

práticas recomendadas na abordagem do “Pratique ou Explique” com altas taxas de aderência. O destaque é a dimensão de governança “Diretoria” que apresentou os maiores percentuais de cumprimento das cinquenta e quatro (54) práticas analisadas no período de 2018 a 2022. Outro ponto a destacar é que a dimensão com mais respostas “não” no decorrer do período analisado foi a “conselho de administração” que somente não teve maior representatividade em respostas “não” no ano de 2022 sendo superada pela dimensão de governança “órgãos de fiscalização e controle”. Quanto às respostas ao “parcialmente” não há predominância de nenhuma dimensão sobre a outra variando a cada ano aquela com maior representatividade. Isso demonstra o esforço das empresas brasileiras para cumprirem mais e explicarem menos as práticas de recomendação da abordagem do “Pratique ou Explique” como também o fortalecimento da dimensão de governança corporativa “diretoria” e o enfraquecimento da dimensão de governança “conselho de administração” em um ambiente de alta concentração de propriedade em que o acionista controlador assume a direção executiva substituindo a função do conselho de administração.

Em relação a não aderência (junção das respostas “não” e “parcialmente”) há uma preponderância com mais representatividade para as subcategorias “prática alternativa” e “justificativa de princípios” sem nenhuma das duas subcategorias terem predominância sobre a outra. Destaca-se também que a subcategoria de explicação “justificativa deficiente” prevalece mais nas respostas “não” do que nas respostas “parcialmente” em todas as dimensões de governança corporativa, exceto na dimensão “Diretoria” em que prevalece a subcategoria “justificativa deficiente” nas respostas “parcialmente”. Disso podemos concluir que a qualidade das explicações da abordagem Pratique ou Explique ainda deixa a desejar dentro da realidade das empresas brasileiras.

Analisando a melhor qualidade das explicações, ou seja, aquelas que recebem uma maior pontuação nas subcategorias: “específica do contexto” e “explica, mas pratica” há uma predominância por explicações com “prática alternativa” no geral, todavia, a subcategoria “explica, mas pratica” é mais relevante na dimensão de governança corporativa “Diretoria”. É importante salientar que nas respostas “não” da dimensão “Órgãos de Fiscalização e Controle” a subcategoria explicativa “explica, mas pratica” tem mais representatividade do que a “específica do contexto” como também nas explicações da resposta “parcialmente” da dimensão “Ética e conflito de interesses”. Daí, podemos extrair que a alta qualidade das explicações para a não aderência ainda é uma meta a ser atingida integralmente dentro do contexto brasileiro da abordagem Pratique ou Explique.

Constata-se pelos resultados encontrados que as empresas que apresentam uma

concentração acionária em cinco maiores acionistas têm uma influência negativa maior na adesão ao “Pratique ou Explique”. No entanto, se essa empresa for regulada a força da regulação tende a superar esse efeito negativo. As empresas que são reguladas seguem mais a recomendação das práticas de governança da abordagem Pratique ou Explique, ou seja, indica que a Governança Corporativa no mercado brasileiro está sendo favorecida pelas recomendações legais regulatórias.

Na análise da variável tamanho (TAM) percebe-se que está positivamente associada ao grau de adesão da abordagem “Pratique ou Explique”, isso demonstra que quanto maior for a empresa, maior será a força da companhia para triunfar sobre o efeito negativo da concentração de propriedade, pois grandes empresas exigem melhores mecanismos de monitoramento e controle.

A presente pesquisa reforçou a proposição do efeito “substituição” apresentada na literatura acadêmica que diz que em espaços de alta concentração de propriedade com conflito de interesses entre grandes e pequenos acionistas (conflito “principal-principal”) em que os acionistas controladores têm a habilidade e o estímulo para exercer diretamente o controle da diretoria executiva, ou seja, o acionista controlador dentro de um cenário de alta concentração substitui a tarefa que é função do Conselho de Administração. Em cenários que há a presença de um acionista controlador, o papel do conselho de administração tende a ser diminuído o que foi encontrado no presente trabalho com a fraca adesão das práticas recomendadas ao “Pratique ou Explique” pela dimensão de governança corporativa “conselho de administração”.

Uma dificuldade encontrada para a condução deste trabalho foi a quantidade limitada de referências necessariamente completas em estudos semelhantes e, nesse sentido, este estudo - mesmo com a escassez de detalhes para que outros pesquisadores possam replicar estudos similares – é relevante. Porém, para futuras pesquisas, sugere-se a ampliação da base amostral e do intervalo temporal de investigação.

As limitações estabelecidas para este estudo podem servir de oportunidade para pesquisas futuras como o fato de verificar a veracidade das explicações para trazer entendimentos importantes como, por exemplo, se o perfil explicativo dessas empresas que já percorreram cinco ou mais anos do “Pratique ou Explique” são semelhantes quando comparado ao resultado do grupo maior de todas as empresas que atualmente são obrigadas a reportar e, também, quando separadas por distintos setores de atuação verificar a qualidade dessas explicações entre setores regulados e não regulados relacionando com os atributos das empresas para possibilitar uma maior inferência das suas relações.

REFERÊNCIAS

- ADAMS, R. B.; FERREIRA, D. A Theory of Friendly Boards. **The Journal of Finance**, v. 62, n. 1, p. 217-50, 2007. Disponível em: <http://www.jstor.org/stable/4123461>. Acesso em: 15 jan. 2024.
- ADAMS, R.; HERMALIN, B.; WEISBACH, M. O papel dos conselhos de administração na governança corporativa: uma estrutura conceitual e pesquisa. **Journal of Economic Literature**, v. 48, p. 58-107, 2010.
- AGUILERA, R. V.; CUERVO-CAZURRA, A. Codes of good governance worldwide: what is the Trigger? **Organization Studies**, v. 25, n. 3, p. 415-443, 2004.
- AGUILERA, R. V.; CUERVO-CAZURRA, A. Codes of good governance. **Corporate Governance: An International Review**, v. 17, n. 3, p. 376-387, 2009.
- AGUILERA, R. V.; DESENDER, K. A. Challenges in the measuring of comparative corporate governance: a review of the main indices. In: WANG, C. L.; KETCHEN, D. J.; BERGH, D. D. (ed.). **Research methodology in strategy and management**. West Meets East: Building: Emerald Group Publishing Limited, 2012. v. 8.
- AGUILERA, R. V.; DESENDER, K.; BEDNAR, M. K.; LEE, J. H. Connecting the dots – bringing external corporate governance into the corporate governance puzzle. **The Academy of Management Annals**, v. 9, n. 1, p. 483-573, 2015. DOI: <https://doi.org/10.1080/19416520.2015.1024503>
- AKKERMANS, D.; VAN EES, H.; HERMES, N.; HOOGHIEMSTRA, R.; VAN DER LAAN, G.; POSTMA, T.; VAN WITTELOOSTUIJN, A. Corporate governance in the netherlands: an overview of the application of the tabaksblat code in 2004. **Corporate Governance: An International Review**, v. 15, n. 6, p. 1106-1118, 2007. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2007.00634.x>
- ALBANEZ, T.; VALLE, M. R. Fontes diferenciadas de financiamento: impacto na estrutura de capital de usinas brasileiras de açúcar e álcool. **Revista Universo Contábil**, v. 5, n. 3, p. 60-81, 2009a.
- ALBANEZ, T.; VALLE, M. R. Impactos da assimetria de informação na estrutura de capital de empresas brasileiras abertas. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 20, n. 51, p. 6-27, 2009b.
- ALDRIGHI, D. M.; MAZZER NETO, R. Ownership and control in brazilian limited liability companies. **Revista de Economia Política**, v. 25, n. 2, p. 115-137, 2005.
- ALDRIGHI, D. M.; MAZZER NETO, R. Evidências sobre as estruturas de propriedade de capital e de voto das empresas de capital aberto no Brasil. **Revista Brasileira de Economia**, v. 61, n. 2, p. 129-152, 2007.

ALSAEED, K. A associação entre características específicas da empresa e divulgação: o caso da Arábia Saudita. **Managerial Auditing Journal**, v. 21, n. 5, p. 476-496, 2006.

ANAND, A. I.; MILNE, F.; PURDA, L. D. Voluntary adoption of corporate governance mechanisms. **Queen's University**, 2006.

ANDERSON, A.; GUPTA, P. P. A cross-country comparison of corporate governance and firm performance: do financial structure and the legal system matter? **Journal of Contemporary Accounting and Economics**, v. 5, n. 2, p. 61-79, 2009.

ANDRADE, A.; ROSSETTI, J. P. **Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2007.

ARCOT, S.; BRUNO, V. **In letter but not in spirit**: An analysis of corporate governance in the UK. London School of Economics working paper, 2006. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=819784. Acesso em: 26 out. 2022.

ARCOT, S.; BRUNO, V.; FAURE-GRIMAUD, A. Corporate governance in the UK: is the comply or explain approach working? **International Review of Law and Economics**, v. 30, n. 2, p. 193-201, 2010. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.irl.2010.03.002>

ARCOT, S.; BRUNO, V. **Silence is not golden**: corporate governance standards, transparency, and performance. 2011. Disponível em: https://www.parisschoolofeconomics.eu/IMG/pdf/sarcot_1105.pdf. Acesso em: 26 out. 2022.

BAIMAN, S.; VERRECCHIA, R. A relação entre mercado de capitais, divulgação financeira, eficiência produtiva e insider trading. **Journal of Accounting Research**, v. 34, p. 1-22, 1996.

BAIOCO, V.; ALMEIDA, J. E.; RODRIGUES, A. Incentivos da regulação de mercados sobre o nível de suavização de resultados. **Contabilidade Vista & Revista**, v. 24, n. 2, p. 110-136, 2014.

BARROS, Lucas Ayres B. de C.; SILVEIRA, Alexandre di Miceli da; BORTOLON, Patricia Maria; LEAL, Ricardo Pereira Câmara. **Facing the regulators**: non-compliance with detailed mandatory compensation disclosure in Brazil. Rio de Janeiro: UFRJ, 2015. (Relatórios COPPEAD, 414).

BAUWHEDE, H. V.; WILLEKENS, M. Disclosure on corporate governance in the European Union. **Corporate Governance: An International Review**, v. 16, n. 2, p. 101-115, 2008. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2008.00671.x>

BERLE, A.; MEANS, G. **The modern corporation and private property**. New York: Macmillan, 1932.

BEUREN, I. M.; GOMES, E. do C. O.; LUZ, R. M. da. Motivações para implantar a área organizacional de Controladoria em grandes empresas. **Gestão & Regionalidade**, São Caetano do Sul, v. 28, n. 82, p. 19-34, jan./abr. 2012.

BEUREN, I. M.; FIORENTIN, M. Influência de fatores contingenciais nos atributos do sistema de contabilidade gerencial: um estudo em empresas têxteis do Estado do Rio Grande

do Sul. **Revista de Ciências da Administração**, v. 16, n. 38, p. 195-212, 2014.

BLACK, B. S. **Strengthening Brazil's securities markets**. 2000. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=247673>. Acesso em: 16 dez. 2023.

BLACK, B. S.; CARVALHO, A. G.; SAMPAIO, J. O. The evolution of corporate governance in Brazil. **Emerging Markets Review**, v. 20, p. 176-195, 2014. Disponível em: <http://isiarticles.com/bundles/Article/pre/pdf/51867.pdf>. Acesso em: 15 ago. 2023.

BOZEC, Y.; BOZEC, R. Ownership concentration and corporate governance practices: substitution or expropriation effects? **Canadian Journal of Administrative Sciences**, v. 24, n. 3, p. 185-195, 2007.

BRAMMER, S.; MILLINGTON, A. Corporate reputation and philanthropy: an empirical analysis. **Journal of Business Ethics**, v. 61, n. 1, p. 29-44, 2005.

BRAMMER, S.; MILLINGTON, A.; PAVELIN, S. Corporate reputation and women on the board. **British Journal of Management**, v. 20, n. 1, p. 17-29, 2009.

BRANDÃO, I. F.; CRISÓSTOMO, V. L. Concentração de propriedade e qualidade da governança da empresa brasileira. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 13, n. 3, p. 438-469, 2015.

BRANDÃO, I. F. **Controle acionário e eficácia da adoção de práticas de governança corporativa: uma análise da empresa brasileira**. 2019. Tese (Doutorado em Administração e Controladoria) – Faculdade de Economia, Administração, Atuária e Contabilidade, Universidade Federal do Ceará, Fortaleza, 2019.

BRANDÃO, I. F. Governança corporativa e valor da empresa brasileira: uma análise da abordagem “pratique ou explique”. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 46., 2022, Maringá. **Anais [...]**. Maringá: ANPAD, 2022. Versão Online.

BRITO, G. A. S.; CORRAR, L. J.; BATISTELLA, F. D. Fatores determinantes da estrutura de capital das maiores empresas que atuam no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 18, n. 43, p. 9-19, 2007.

BROWN, L. D.; CAYLOR, M. L. Corporate governance and firm valuation. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 25, n. 4, p. 409-434, 2006.

BRUNO, V.; CLAESSENS, S. Corporate governance and regulation: can there be too much of a good thing? **Journal of Financial Intermediation**, v. 19, n. 4, p. 461-482, 2010.

CHHAOCHHARIA, V.; LAEVEN, L. Corporate governance, norms and practices. **Journal of Financial Intermediation**, v. 18, n. 3, p. 405-431, 2009.

CHAU, G. K.; GRAY, S. J. Estrutura de propriedade e divulgação voluntária corporativa em Hong Kong e Cingapura. **The International Journal of Accounting**, v. 37, n. 2, p. 247-265, 2002.

CHEN, E. T.; NOWLAND, J. Monitoramento ideal do conselho em empresas familiares: evidências da Ásia. **Governança Corporativa: Uma Revisão Internacional**, v. 8, p. 3-17,

2010.

CHIZZOTTI, A. **Pesquisa em ciências humanas e sociais**. 8. ed. São Paulo: Cortez, 2006.

CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; FAN, J. H. P.; LANG, L. H. P. Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. **The Journal of Finance**, v. 57, n. 6, p. 2741-3277, 2002.

CLAESSENS, S.; YURTOGLU, B. B. Corporate governance in emerging markets: a survey. **Emerging Markets Review**, v. 15, p. 1-33, 2013.

COELHO, A. L. A. L.; PAVÃO, Y. M. P.; SEHNEM, S.; ALBERTON, A.; MARCON, R. Estrutura de capital: um estudo bibliométrico em produções do Brasil e exterior. **Revista de Informação Contábil**, v. 7, n. 1, p. 73-93, 2013.

COLLIS, J.; HUSSEY, R. **Pesquisa em administração**. 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.

CVM. **Recomendações da CVM sobre governança corporativa**. Rio de Janeiro: CVM, 2002.

CVM. **Instrução Normativa CVM 586**, de 08 de julho de 2017. Altera e acrescenta dispositivos à Instrução CVM n. 480, de 7 de dezembro de 2009. 2017. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst586.html>. Acesso em: 17 jul. 2023.

CVM. **Resolução Normativa CVM 80**, de 29 de março de 2022. Altera e acrescenta dispositivos à Instrução CVM n. 586, de 8 de julho de 2017. 2022. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst586.html>. Acesso em: 21 maio 2023.

CONNELLY, B. L.; HOSKISSON, R. E.; TIHANYI, L.; CERTO, S. T. Ownership as a form of CG. **Journal of Management Studies**, v. 47, n. 8, p. 1561-1589, 2010.

CORMIER, D.; MAGNAN, M.; VAN VELTHOVEN, B. Qualidade de divulgação ambiental em grandes empresas alemãs: incentivos econômicos, pressões públicas ou condições institucionais? **European Accounting Review**, v. 14, n. 1, p. 3-39, 2005.

CRESWELL, J. W. **Projeto de pesquisa: métodos qualitativo e quantitativo**. 3. ed. Porto Alegre: Artmed, 2010.

CRISÓSTOMO, V. L.; BRANDÃO, I. F. The ultimate controlling owner and corporate governance in Brazil. **Corporate Governance: The International Journal of Business in Society**, v. 19, n. 1, p. 120-140, 2019.

CRISÓSTOMO, V. L.; PINHEIRO, B. G. Estrutura de capital e concentração de propriedade da empresa brasileira. **Revista de Finanças Aplicadas**, v. 4, n. 1, p. 1-30, 2015.

CUOMO, F.; MALLIN, C.; ZATTONI, A. Corporate governance codes: a review and research agenda. **Corporate Governance: An International Review**, v. 24, n. 3, p. 222-241, 2016. DOI: <https://doi.org/10.1111/corg.12148>

DEDMAN, E.; FILATOTCHEV, I. Corporate governance research: a contingency

framework. **International Journal of Managerial Finance**, v. 4, p. 4, p. 248-258, 2008.

DELGADO-GARCÍA, J. B.; QUEVEDO-PUENTE, E.; FUENTE-SABATÉ, J. M. The impact of ownership structure on corporate reputation: evidence from Spain. **Corporate Governance: An International Review**, v. 18, n. 6, p. 540-556, 2010.

DEMSETZ, H.; LEHN, K. A estrutura da propriedade corporativa: causas e consequências. **Journal of Political Economy**, v. 93, n. 6, p. 1155-1177, 1985.

DENIS, D. K.; MCCONNELL, J. J. International corporate governance. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 38, n. 1, p. 1-36, 2003.

DONALDSON, L. Teoria da contingência estrutural. *In*: CLEGG, S.; HARDY, C.; NORD, W. (org.). **Handbook de estudos organizacionais: modelos de análises e novas questões em estudos organizacionais**. São Paulo: Atlas, 2001.

DURNEV, A.; KIM, E. H. To steal or not to steal: firm attributes, legal environment, and valuation. **The Journal of Finance**, v. 60, n. 3, p. 1461-1493, 2005.

DYCK, A.; ZINGALES, L. Private benefits of control: an international comparison. **The Journal of Finance**, v. 59, n. 2, p. 537-600, 2004.

EFIGÊNIA, A. S. F. M. O princípio “comply or explain” e a “soft law”. **Revista Eletrônica de Direito**, v. 1, 2015.

FAMA, E. F.; JENSEN, M. C. Separation of ownership and control. **Journal of Law and Economics**, v. 26, n. 2, p. 301-325, 1983.

FAVATO, V.; ROGERS, P. Estrutura de capital na América Latina e nos Estados Unidos: uma análise de seus determinantes e efeito dos sistemas de financiamento. **Revista Gestão & Regionalidade**, v. 24, n. 71, p. 31-43, 2008.

FOMBRUN, C.; SHANLEY, M. What’s in a name? Reputation building and corporate strategy. **Academy of Management Journal**, v. 33, n. 2, p. 233-259, 1990.

FREITAS, H. M. R.; CUNHA JR., M. V. M., JR.; MOSCAROLA, J. Aplicação de sistemas de software para auxílio na análise de conteúdo. **Revista de Administração da USP**, v. 32, n. 3, p. 97-109, 1997.

GONCHAROV, I.; WERNER, J. R.; ZIMMERMANN, J. Does compliance with the German CG code have an impact on stock valuation? An empirical analysis. **Corporate Governance: An International Review**, v. 14, n. 5, p. 432-448, 2006. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2006.00516.x>

GONENC, H.; HERMES, N. Propping: evidence from new share issues of Turkish business group firms. **Journal of Multinational Financial Management**, v. 18, p. 261-275, 2008.

GT INTERAGENTES. **Código brasileiro de governança corporativa: companhias abertas**. 2016. Disponível em: https://conhecimento.ibgc.org.br/Lists/Publicacoes/Attachments/21148/Codigo_Brasileiro_de_Governanca_Corporativa_Companhias_Abertas.pdf. Acesso em: 23 nov. 2022.

GUJARATI, D. N.; PORTER, D. C. **Econometria básica**. 5. ed. Porto Alegre: McGraw-Hill, 2011.

HAAN, L.; HINLOOPEN, J. Preference hierarchies for internal finance, bank loans, bond, and share issues: evidence for Dutch firms. **Journal of Empirical Finance**, v. 10, p. 661-681, 2003.

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

HART, O.; MOORE, J. Debt and seniority: an analysis of the role of hard claims in constraining management. **The American Economic Review**, v. 85, n. 6, p. 567-585, 1995.

HE, L.; YANG, R. Does industry regulation matter? New evidence on audit committees and earnings management. **Journal of Business Ethics**, v. 123, n. 4, p. 573-589, 2014.

HOOGHMSTRA, R. What determines the informativeness of firms' explanations for deviations from the Dutch corporate governance code? **Accounting and Business Research**, v. 42, n. 1, p. 1-27, 2012. DOI: <https://doi.org/10.1080/00014788.2011.600630>

HOOGHMSTRA, R.; VAN EES, H. Uniformity as response to soft law: evidence from compliance and non-compliance with the Dutch corporate governance code. **Regulation & Governance**, v. 5, n. 4, p. 480-498, 2011. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1748-5991.2011.01118.x>

IBGC. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 5 ed. São Paulo: IBGC, 2015.

IBGC. **Pratique ou explique**: análise quantitativa dos informes de governança corporativa. São Paulo: Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, 2018.

IBGC. **Pratique ou explique**: análise qualitativa dos informes de governança 2018. São Paulo: IBGC, 2019a.

IBGC. **Pratique ou explique**: análise quantitativa dos informes de governança 2019. São Paulo: IBGC, 2019b.

IBGC. **Pratique ou explique**: análise quantitativa dos informes de governança 2020. São Paulo: IBGC, 2020.

IBGC. **Pratique ou explique**: análise quantitativa dos informes de governança 2021. São Paulo: IBGC, 2021.

JARA-BERTIN, M.; LÓPEZ-ITURRIAGA, F. J.; LÓPEZ-DE-FORONDA, Ó. The contest to the control in European family firms: how other shareholders affect firm value. **Corporate Governance: An International Review**, v. 16, n. 3, p. 146-159, 2008.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Teoria da firma: comportamento gerencial, custos de agência e estrutura de propriedade. **Journal of Financial Economics**, v. 3, p. 305-360, 1976.

JIANG, Y.; PENG, M. W. Principal-principal conflicts during crisis. **Asia Pacific Journal of Management**, v. 28, n. 4, p. 683-695, 2011.

KEAY, A. Comply or explain in corporate governance codes: in need of greater regulatory oversight? **Legal Studies**, v. 34, n. 2, p. 279-304, 2014.

KLAPPER, L. F.; LOVE, I. Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. **Journal of Corporate Finance**, v. 10, n. 5, p. 703-728, 2004.

KORONTAI, J. N.; FONSECA, M. W. Governança corporativa dos bancos e sua relação com indicadores de desempenho e risco. **Enfoque Reflexão Contábil**, v. 39, n. 3, p. 151-168, 2020. Disponível em: <http://www.spell.org.br/documentos/download/59796>. Acesso 18 ago. 2023.

KUMARAN, V.; THENMOZHI, R. Impact of corporate governance on corporate reputation. **International Journal of Management and Commerce Innovations**, v. 3, n. 2, p. 1-8, 2016.

LA PORTA, R.; LÓPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. The quality of government. **Journal of Law, Economics and Organization**, v. 15, n. 1, p. 222-279, 1999.

LA PORTA, R.; LÓPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Investor protection and corporate governance. **Journal of Financial Economics**, v. 58, n. 1-2, p. 3-27, 2000.

LA PORTA, R. *et al.* Agency problems and dividend policies around the world. **The Journal of Finance**, v. 55, n. 1, p. 1-33, 2000a.

LA PORTA, R. *et al.* Investor protection and corporate governance. **Journal of Financial Economics**, v. 58, p. 3-27, 2000b.

LA PORTA, R. *et al.* Investor protection and corporate control. **Journal of Corporate Finance**, v. 57, n. 3, p. 1147-1170, 2002.

LAN, Y.; WANG, L.; ZHANG, X. Determinantes e características da divulgação voluntária no mercado de ações chinês. **China Journal of Accounting Research**, v. 6, n. 4, p. 265-285, 2013.

LEAL, R. P. C.; SILVA, A. L. C.; VALADARES, S. M. Estrutura de controle das empresas brasileiras de capital aberto. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 6, n. 1, p. 7-18, 2002. LEAL, R. P. C. Governance practices and corporate value: a recent literature survey. **Revista de Administração**, v. 39, n. 4, p. 327-337, 2004.

LEPORE, L.; PISANO, S.; DI VAIO, A.; ALVINO, F. O mito do “código de boa governança”: uma análise da relação entre a estrutura de propriedade e a divulgação cumprir ou explicar. **Governança Corporativa: The International Journal of Business in Society**, v. 18, n. 5, p. 809-838, 2018. DOI: <https://doi.org/10.1108/CG-08-2017-0197>

LOPES, L. M. S.; PINHEIRO, F. M. G.; DIAS FILHO, J. M. Gerenciamento de resultados: um estudo das empresas do setor de telecomunicações no Brasil. **Revista de Contabilidade**

do **Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ**, v. 19, n. 1, p. 80-94, 2014.

LOVE, I. Corporate governance and performance around the world: what we know and what we don't. **The World Bank Research Observer**, v. 26, n. 1, p. 42-70, 2011.

LUO, Y.; SALTERIO, E. Governance quality in a “comply or explain” governance disclosure regime. **Corporate Governance: An International Review**, v. 22, 2014. DOI: 10.1111/corg.12072

MACNEIL, I.; LI, X. “Comply or explain”: market discipline and non-compliance with the combined code. **Corporate Governance: An International Review**, v. 14, n. 5, p. 486-496, 2006. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2006.00524.x>

MANZANARES, M. D.; LEAL, R. P. C. The first year of mandatory comply-or-explain in Brazil. **Latin American Business Review**, 2020. DOI: 10.1080/10978526.2020.1749844

MARQUES, A. L. S. **Fatores determinantes da estrutura de capital das empresas brasileiras**. 2011. 102 f. Dissertação (Mestrado em Administração e Economia) – Faculdade de Administração, Economia e Finanças, IBMEC, Rio de Janeiro, 2011.

MARTINS, G. A.; THEÓPHILO, C. R. **Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

MEDEIROS, O. R.; DAHER, C. E. Testando teorias alternativas sobre a estrutura de capital nas empresas brasileiras. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 12, n. 1, p. 177-199, 2008.

MINGONE, R. S.; SILVA, C. L.; MARION, J. C.; SANTOS, N. M. B. F. Divulgação do informe de governança corporativa (ICVM 586) e o impacto no retorno da ação. **Revista Científica Hermes**, v. 26, p. 56-76, 2020.

MISANGYI, V. F.; ACHARYA, A. G. Substitutes or complements? A configurational examination of corporate governance mechanisms. **Academy of Management Journal**, v. 57, n. 6, p. 1681-1705, 2014.

NASCIMENTO, J. C. H. B.; ANGOTTI, M.; MACEDO, M. A. S.; BORTOLON, P. M. As relações entre governança corporativa, risco e endividamento e suas influências no desempenho financeiro e no valor de mercado de empresas brasileiras. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, v. 11, n. 1, p. 166-185, 2018.

NERANTZIDIS, M. Measuring the quality of the ‘comply-or-explain’ approach: Evidence from the implementation of the Greek CG code. **Managerial Auditing Journal**, v. 30, n. 4/5, p. 373-412, 2015. DOI: <https://doi.org/10.1108/MAJ-08-2014-1060>

PATELLI, L.; PRENCIPE, A. A relação entre divulgação voluntária e conselheiros independentes na presença de um acionista dominante. **European Accounting Review**, v. 16, n. 1, p. 5-33, 2007.

PISANO, S.; LEPORE, L.; LAMBOGLIA, R. Divulgação corporativa de capital humano via LinkedIn e estrutura de propriedade. Uma análise empírica de empresas europeias. **Journal of**

Intellectual Capital, v. 18, n. 1, p. 102-127, 2017.

PAVELIN, S.; BRAMMER, S. J. Corporate reputation and social performance: the importance of fit. **Journal of Management Studies**, v. 43, n. 3, p. 435-455, 2006.

POHLMANN, M. C.; ALVES, F. J. S. Regulamentação. *In*: IUDÍCIBUS, S.; LOPES, A. B. (org.). **Teoria avançada da contabilidade**. São Paulo: Atlas, 2008.

PRUDÊNCIO, P. A. **Reputação corporativa, governança corporativa e estrutura de propriedade**: uma análise da empresa brasileira. 2020. 101 f. Dissertação (Mestrado em Administração e Controladoria) – Programa de Pós-Graduação em Administração e Controladoria, Faculdade de Economia, Administração, Atuária e Contabilidade, Universidade Federal do Ceará, Fortaleza, 2020.

RAJAN, R. G.; ZINGALES, L. What do we know about capital structure? Some evidence from international data. **The Journal of Finance**, v. 50, n. 5, p. 1421-1460, 1995.

RODRIGUES, A. **Gerenciamento da informação contábil e regulação**: evidências no mercado brasileiro de seguros. 2008. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Departamentos de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2008.

SAMPIERI, R. H.; COLLADO, C. F.; LUCIO, M. P. B. **Metodologia de pesquisa**. Porto Alegre: Penso.

SANTIAGO, C. A. de B. **Pratique ou explique**: evolução da aderência das companhias brasileiras no seu terceiro ano de vigência. 2021. Dissertação (Mestrado Profissional em Controladoria e Finanças) – Faculdade FIPECAFI, São Paulo, 2021.

SANTOS, R. C. dos; SOARES, J. M. I. Ensaio Teórico sobre a Governança Corporativa em setores regulados aplicado às concessionárias de rodovias. **RGC - Revistade Governança Corporativa**, São Paulo, v. 3, n. 1, 2021. DOI: 10.21434/IberoamericanJCG.v3i1.18. Disponível em: <https://www.rgc.org.br/Journals/article/view/18>. Acesso em: 26 jan. 2024.

SEIDL, D.; SANDERSON, P.; ROBERTS, J. Applying ‘Comply or Explain’: conformance with codes of corporate governance in the UK and Germany. Research Working Paper n. 389. **University of Cambridge Centre for Business**, 2009. Disponível em: <https://www.cbr.cam.ac.uk/publications/working-papers/2009/>. Acesso em: 14 jun. 2021.

SEIDL, D.; SANDERSON, P.; ROBERTS, J. Applying the ‘comply-or- explain’ principle: discursive legitimacy tactics with regard to codes of corporate governance. **Journal of Management & Governance**, v. 17, n. 3, p. 791-826, 2013. DOI: <https://doi.org/10.1007/s10997-011-9209-y>

SILVA, A. C.; COELHO, A. C.; LOPES, A. B.; ALMEIDA, J. E. F. Qualidade informacional dos lucros das firmas monitoradas por agências reguladoras no Brasil. *In*: CONGRESSO ANPCONT, 3., 2009, São Paulo. **Anais Eletrônicos [...]**. São Paulo, 2009. Disponível em: <http://www.anpcont.com.br>. Acesso em: 12 maio 2011.

SILVEIRA, A. **Governança corporativa e estrutura de propriedade**: determinantes e

relação com o desempenho das empresas no Brasil. 2004. Tese (Doutorado em Administração) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

SILVEIRA, A. D. M. D.; BARROS, L. A. B. D. C. Determinantes da qualidade da governança corporativa das empresas abertas brasileiras. **READ - Revista Eletrônica de Administração**, v. 14, n. 3, 2008.

SILVEIRA, A. M.; PEROBELLI, F. F. C.; BARROS, L. A. B. C. Governança corporativa e os determinantes da estrutura de capital: evidências empíricas no Brasil. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 12, n. 3, art. 7, p. 763-788, 2008.

SILVEIRA, A. D. M.; LEAL, R. P. C.; BARROS, L. A. B. D. C.; LUIZ, C. D. S. Evolution and determinants of firm-level corporate governance quality in Brazil. **RAUSP - Revista de Administração da USP**, v. 44, n. 3, p. 173-189, 2009.

SILVEIRA, A. D. M.; LEAL, R. P. C.; SILVA, A. L. C.; BARROS, L. A. B. C. Endogeneity of Brazilian corporate governance quality determinants. **Corporate Governance**, v. 10, n. 2, p. 191-202, 2010.

SILVEIRA, G. B.; DA SILVA FERREIRA, J.; BENEDITO FARIAS, R.; VAN BELLEN, H. M.; ROVER, S. Assegurar ou não assegurar? Eis a questão: uma análise dos fatores associados à asseguarção dos relatórios de sustentabilidade. **RACE - Revista de Administração, Contabilidade e Economia**, v. 18, n. 2, p. 259-280, 2019. DOI: 10.18593/race.20618. Disponível em: <https://periodicos.unoesc.edu.br/race/article/view/20618>. Acesso em: 26 jan. 2024.

SILVEIRA, G. M.; SILVA, M. R. S.; LUFT, M. C. M. S.; DUARTE, R. G. Aplicações e possibilidades do blockchain: uma revisão sistemática da produção científica brasileira. In: ISLA, 15., 2021. **Proceedings** [...]. 2021. Disponível em: <https://aisel.aisnet.org/isla2021/15>. Acesso em: 18 ago. 2023.

SIMNETT, R.; VANSTRAELEN, A.; CHUA, W. F. Assurance on sustainability reports: an international comparison. **The Accounting Review**, v. 84, n. 3, p. 937-967, 2009. Disponível em: <https://www.aaajournals.org/doi/abs/10.2308/accr.2009.84.3.937>. Acesso em: 20 ago. 2023.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Grandes acionistas e controle corporativo. **The Journal of Political Economy**, v. 94, p. 461-488, 1986.

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

SOX. **Lei Sarbanes Oxley de 2002**. Washington, DC: Biblioteca de Congresso, 2002.

STREIT, R. E.; FARIA, F. A. Alinhando governança corporativa e gestão: descrição e análise do modelo do Banco Central do Brasil. **Revista do Serviço Público**, v. 71, n. 2, p. 330-363, 2020. Disponível em: <http://www.spell.org.br/documentos/download/58878>. Acesso em: 18 ago. 2023.

UTAMA, C.; UTAMA, S.; AMARULLAH, F. Corporate governance and ownership

structure: Indonesia evidence C. A. **Emerald Publishing Limited**, v. 17, n. 2, p. 165-191, 2017. ISSN 1472-0701.

WATTS, R. L.; ZIMMERMAN, J. L. **Positive accounting theory**. Englewood Cliffs: Prentice Hall, 1986.

WERDER, A. V.; TALAULICAR, T.; KOLAT, G. L. Compliance with the German Corporate Governance code: an empirical analysis of the compliance statements by the German listed companies. **Corporate Governance**, v. 13, n. 2, p. 178-187, 2005. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2005.00416.x>

YOUNG, M. N. *et al.* Corporate governance in emerging economies: a review of the principal-principal perspective. **Journal of Management Studies**, v. 45, n. 1, p. 196-220, 2008.

ZAFALON, V. M. de A.; PADGETT, R. C. M. L.; YAHIRO, A. A. As influências de determinantes institucionais no disclosure da Responsabilidade Social Empresarial em diferentes países: uma revisão sistemática da área/the influences of institutional determinants in the disclosure of corporate social responsibility in different countries: a systematic review of the area. **Brazilian Journal of Development**, v. 6, n. 6, p. 37050-37077, 2020. DOI: 10.34117/bjdv6n6-296. Disponível em: <https://ojs.brazilianjournals.com.br/ojs/index.php/BRJD/article/view/11576>. Acesso em: 21 aug. 2023.

ZATTONI, A.; WITT, M. A.; JUIZ, W. Q.; TALAULICAR, T.; CHEN, J. J.; LEWELLYN, K.; SHUKLA, D. A independência do conselho influencia o desempenho financeiro nas empresas de IPO? O papel moderador do sistema empresarial nacional. **Journal of World Business**, v. 52, n. 5, p. 628-639, 2017.

ANEXO A – PRÁTICAS RECOMENDADAS: CÓDIGO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA DO GT INTERAGENTES

Capítulo 1– Acionistas; Capítulo 2 – Conselho de Administração; Capítulo 3 – Diretoria; Capítulo 4 – Órgãos de Fiscalização e Controle e Capítulo 5 – Ética e Conflitos de interesses.

Capítulo 1 – Acionistas

1.1 Estrutura Acionária

1.1.1 O capital social da companhia deve ser composto apenas por ações ordinárias.

1.2 Acordos de Acionistas

1.2.1 Os acordos de acionistas não devem vincular o exercício do direito de voto de nenhum administrador ou membro dos órgãos de fiscalização e controle.

1.3 Assembléia Geral

1.3.1 A diretoria deve utilizar a assembleia para comunicar a condução dos negócios da companhia, pelo que a administração deve publicar um manual visando facilitar e estimular a participação nas assembleias gerais.

1.3.2 As atas devem permitir o pleno entendimento das discussões havidas na assembleia, ainda que lavradas em forma de sumário de fatos ocorridos, e trazer a identificação dos votos proferidos pelos acionistas.

1.4 Medidas de Defesa

1.4.1 O conselho de administração deve fazer uma análise crítica das vantagens e desvantagens da medida de defesa e de suas características, e, sobretudo, dos gatilhos de acionamento e parâmetros de preço, se aplicáveis, explicando-as.

1.4.2 Não devem ser utilizadas cláusulas que inviabilizem a remoção da medida do estatuto social, as chamadas “cláusulas pétreas”.

1.4.3 Caso o estatuto determine a realização de oferta Pública de Aquisição de Ações (OPA) sempre que um acionista ou grupo de acionistas atingir, de forma direta ou indireta, participação relevante no capital votante, a regra de determinação do preço da oferta não deve impor acréscimos de prêmios substancialmente acima do valor econômico ou de mercado das ações.

1.5 Mudança de Controle

1.5.1 O estatuto da companhia deve estabelecer que: (i) transações em que se

configure a alienação, direta ou indireta, do controle acionário devem ser acompanhadas de oferta OPA dirigida a todos os acionistas, pelo mesmo preço e condições obtidos pelo acionista vendedor; (ii) os administradores devem se manifestar sobre os termos e condições de reorganizações societárias, aumentos de capital e outras transações que derem origem à mudança de controle, e consignar se elas asseguram tratamento justo e equitativo aos acionistas da companhia.

1.6 Manifestação da Administração nas OPAs

1.6.1 O estatuto social deve prever que o conselho de administração dê seu parecer em relação a qualquer OPA tendo por objeto ações ou valores mobiliários conversíveis por permutáveis por ações de emissão da companhia, o qual deverá conter, entre outras informações relevantes, opinião da administração sobre eventual aceitação da OPA e sobre o valor econômico da companhia.

1.7 Política de Destinação de Resultados

1.7.1 A companhia deve elaborar e divulgar política de destinação de resultados definida pelo conselho de administração.

1.8 Sociedades de Economia Mista

1.8.1 O estatuto social deve identificar clara e precisamente o interesse público que justificou a criação da sociedade de economia mista, em capítulo específico.

1.8.2 O conselho de administração deve monitorar as atividades da companhia e estabelecer políticas, mecanismos e controles internos para apuração dos eventuais custos do atendimento do interesse público e eventual ressarcimento da companhia ou dos demais acionistas e investidores pelo acionista controlador.

Capítulo 2 – Conselho de Administração

2.1 Atribuições

2.1.1 O conselho de administração deve, sem prejuízo de outras atribuições legais, estatutárias e de outras práticas previstas no Código: (i) definir as estratégias de negócios, considerando os impactos das atividades da companhia na sociedade e no meio ambiente, visando a perenidade da companhia e a criação de valor no longo prazo; (ii) avaliar periodicamente a exposição da companhia a riscos e a eficácia dos sistemas de gerenciamento de riscos, dos controles internos e do sistema de integridade/conformidade (compliance) e aprovar uma política de gestão de riscos compatível com as estratégias de negócios; (iii) definir os valores e princípios éticos da companhia e zelar pela manutenção da transparência do emissor no relacionamento com todas as partes interessadas; (iv) rever anualmente o

sistema de governança corporativa, visando a aprimorá-lo.

2.2 Composição do Conselho de Administração

2.2.1 O estatuto social deve estabelecer que: (i) o conselho de administração seja composto em sua maioria por membros externos, tendo, no mínimo, um terço de membros independentes; (ii) o conselho de administração deve avaliar e divulgar anualmente quem são os conselheiros independentes, bem como indicar e justificar quaisquer circunstâncias que possam comprometer sua independência.

2.2.2 O conselho de administração deve aprovar uma política de indicação que estabeleça: (i) o processo para a indicação dos membros do conselho de administração, incluindo a indicação da participação de outros órgãos da companhia no referido processo; (ii) que o conselho de administração deve ser composto tendo em vista a disponibilidade de tempo de seus membros para o exercício de suas funções e a diversidade de conhecimentos, experiências, comportamentos, aspectos culturais, faixa etária e gênero.

2.3 Presidente do Conselho

2.3.1 O diretor-presidente não deve acumular o cargo de presidente do conselho de administração.

2.4 Avaliação do Conselho e dos Conselheiros

2.4.1 A companhia deve implementar um processo anual de avaliação do desempenho do conselho de administração e de seus comitês, como órgãos colegiados, do presidente do conselho de administração, dos conselheiros, individualmente considerados, e da secretaria de governança, caso existente.

2.5 Planejamento da Sucessão

2.5.1 O conselho de administração deve aprovar e manter atualizado um plano de sucessão do diretor-presidente, cuja elaboração deve ser coordenada pelo presidente do conselho de administração.

2.6 Integração de Novos Conselheiros

2.6.1 A companhia deve ter um programa de integração dos novos membros do conselho de administração, previamente estruturado, para que os referidos membros sejam apresentados às pessoas-chave da companhia e às suas instalações e no qual sejam abordados temas essenciais para o entendimento do negócio da companhia.

2.7 Remuneração dos Conselheiros de Administração

2.7.1 A remuneração dos membros do conselho de administração deve ser proporcional às atribuições, responsabilidades e demanda de tempo. Não deve haver remuneração baseada em participação em reuniões, e a remuneração variável dos

conselheiros, se houver, não deve ser atrelada a resultados de curto prazo.

2.8 Regimento Interno do Conselho de Administração

2.8.1 O conselho de administração deve ter um regimento interno que normatize suas responsabilidades, atribuições e regras de funcionamento, incluindo: (i) as atribuições do presidente do conselho de administração; (ii) as regras de substituição do presidente do conselho em sua ausência ou vacância; (iii) as medidas a serem adotadas em situações de conflito de interesses; e (iv) a definição de prazo de antecedência suficiente para o recebimento dos materiais para discussão nas reuniões, com a adequada profundidade.

2.9 Reuniões do Conselho de Administração

2.9.1 O conselho de administração deve definir um calendário anual com as datas das reuniões ordinárias, que não devem ser inferiores a seis nem superiores a doze, além de convocar reuniões extraordinárias, sempre que necessário. O referido calendário deve prever uma agenda anual temática com assuntos relevantes e datas de discussão

2.9.2 As reuniões do conselho devem prever regularmente sessões exclusivas para conselheiros externos, sem a presença dos executivos e demais convidados, para alinhamento dos conselheiros externos e discussão de temas que possam criar constrangimento.

2.9.3 As atas de reunião do conselho devem ser redigidas com clareza e registrar as decisões tomadas, as pessoas presentes, os votos divergentes e as abstenções de voto.

Capítulo 3 – Diretoria

3.1 Atribuições

3.1.1 A diretoria deve, sem prejuízo de suas atribuições legais e estatutárias e de outras práticas previstas no Código: (i) executar a política de gestão de riscos e, sempre que necessário, propor ao conselho eventuais necessidades de revisão dessa política, em função de alterações nos riscos a que a companhia está exposta; (ii) implementar e manter mecanismos, processos e programas eficazes de monitoramento e divulgação do desempenho financeiro e operacional e dos impactos das atividades da companhia na sociedade e no meio ambiente.

3.1.2 A diretoria deve ter um regimento interno próprio que estabeleça sua estrutura, seu funcionamento e seus papéis e responsabilidades.

3.2 Indicação dos Diretores

3.2.1 Não deve existir reserva de cargos de diretoria ou posições gerenciais para indicação direta por acionistas.

3.3 Avaliação do Diretor-Presidente e da Diretoria

3.3.1 O diretor-presidente deve ser avaliado, anualmente, em processo formal

conduzido pelo conselho de administração, com base na verificação do atingimento das metas de desempenho financeiro e não financeiro estabelecidas pelo conselho de administração para a companhia.

3.3.2 Os resultados da avaliação dos demais diretores, incluindo as proposições do diretor-presidente quanto a metas a serem acordadas e à permanência, à promoção ou ao desligamento dos executivos nos respectivos cargos, devem ser apresentados, analisados, discutidos e aprovados em reunião do conselho de administração.

3.4 Remuneração da Diretoria

3.4.1 A remuneração da diretoria deve ser fixada por meio de uma política de remuneração aprovada pelo conselho de administração por meio de um procedimento formal e transparente que considere os custos e os riscos envolvidos.

3.4.2 A remuneração da diretoria deve estar vinculada a resultados, com metas de médio e longo prazos relacionadas de forma clara e objetiva à geração de valor econômico para a companhia no longo prazo.

3.4.3 A estrutura de incentivos deve estar alinhada aos limites de risco definidos pelo conselho de administração e vedar que uma mesma pessoa controle o processo decisório e a sua respectiva fiscalização. Ninguém deve deliberar sobre sua própria remuneração.

Capítulo 4 – Órgãos de Fiscalização e Controle

4.1 Comitê de Auditoria

4.1.1 O comitê de auditoria estatutário deve: (i) ter entre suas atribuições a de assessorar o conselho de administração no monitoramento e controle da qualidade das demonstrações financeiras, nos controles internos, no gerenciamento de riscos e compliance; (ii) ser formado em sua maioria por membros independentes e coordenado por um conselheiro independente; (iii) ter ao menos um de seus membros independentes com experiência comprovada na área contábil-societária, de controles internos, financeira e de auditoria, cumulativamente; e (iv) possuir orçamento próprio para a contratação de consultores para assuntos contábeis, jurídicos ou outros temas, quando necessária a opinião de um especialista externo.

4.2 Conselho Fiscal

4.2.1 O conselho fiscal deve ter um regimento interno próprio que descreva sua estrutura, seu funcionamento, programa de trabalho, seus papéis e responsabilidades, sem criar embaraço à atuação individual de seus membros.

4.2.2 As atas das reuniões do conselho fiscal devem observar as mesmas regras de

divulgação das atas do conselho de administração.

4.3 Auditoria Independente

4.3.1 A companhia deve estabelecer uma política para contratação de serviços extra-auditoria de seus auditores independentes, aprovada pelo conselho de administração, que proíba a contratação de serviços extra-auditoria que possam comprometer a independência dos auditores. A companhia não deve contratar como auditor independente quem tenha prestado serviços de auditoria interna para a companhia há menos de três anos.

4.3.2 A equipe de auditoria independente deve reportar-se ao conselho de administração, por meio do comitê de auditoria, se existente. O comitê de auditoria deverá monitorar a efetividade do trabalho dos auditores independentes, assim como sua independência. Deve, ainda, avaliar e discutir o plano anual de trabalho do auditor independente e encaminhá-lo para a apreciação do conselho de administração.

4.4 Auditoria Interna

4.4.1 A companhia deve ter uma área de auditoria interna vinculada diretamente ao conselho de administração.

4.4.2 Em caso de terceirização dessa atividade, os serviços de auditoria interna não devem ser exercidos pela mesma empresa que presta serviços de auditoria das demonstrações financeiras. A companhia não deve contratar para auditoria interna quem tenha prestado serviços de auditoria independente para a companhia há menos de três anos.

4.5 Gerenciamento de Riscos, Controles Internos e Integridade/Conformidade (Compliance)

4.5.1 A companhia deve adotar política de gerenciamento de riscos, aprovada pelo conselho de administração, que inclua a definição dos riscos para os quais se busca proteção, os instrumentos utilizados para tanto, a estrutura organizacional para gerenciamento de riscos, a avaliação da adequação da estrutura operacional e de controles internos na verificação da sua efetividade, além de definir diretrizes para o estabelecimento dos limites aceitáveis para a exposição da companhia a esses riscos.

4.5.2 Cabe ao conselho de administração zelar para que a diretoria possua mecanismos e controles internos para conhecer, avaliar e controlar os riscos, a fim de mantê-los em níveis compatíveis com os limites fixados, incluindo programa de integridade/conformidade (compliance) visando o cumprimento de leis, regulamentos e normas externas e internas.

4.5.3 A diretoria deve avaliar, pelo menos anualmente, a eficácia das políticas e dos sistemas de gerenciamento de riscos e de controles internos, bem como do programa de

integridade/conformidade (compliance) e prestar contas ao conselho de administração sobre essa avaliação.

Capítulo 5 – Ética e Conflito de Interesses

5.1 Código de Conduta e Canal de Denúncias

5.1.1 A companhia deve ter um comitê de conduta, dotado de independência e autonomia e vinculado diretamente ao conselho de administração, encarregado de implementação, disseminação, treinamento, revisão e atualização do código de conduta e do canal de denúncias, bem como da condução de apurações e propositura de medidas corretivas relativas às infrações ao código de conduta.

5.1.2 O código de conduta, elaborado pela diretoria, com apoio do comitê de conduta, e aprovado pelo conselho de administração, deve: (i) disciplinar as relações internas e externas da companhia, expressando o comprometimento esperado da companhia, de seus conselheiros, diretores, acionistas, colaboradores, fornecedores e partes interessadas com a adoção de padrões adequados de conduta; (ii) administrar conflitos de interesses e prever a abstenção do membro do conselho de administração, do comitê de auditoria ou do comitê de conduta, se houver, que, conforme o caso, estiver conflitado; (iii) definir, com clareza, o escopo e a abrangência das ações destinadas a apurar a ocorrência de situações compreendidas como realizadas com o uso de informação privilegiada (por exemplo, utilização da informação privilegiada para finalidades comerciais ou para obtenção de vantagens na negociação de valores mobiliários); (iv) estabelecer que os princípios éticos fundamentem a negociação de contratos, acordos, propostas de alteração do estatuto social, bem como as políticas que orientam toda a companhia, e estabelecer um valor máximo dos bens ou serviços de terceiros que administradores e colaboradores possam aceitar de forma gratuita ou favorecida.

5.1.3 O canal de denúncias deve ser dotado de independência, autonomia e imparcialidade, operando diretrizes de funcionamento definidas pela diretoria e aprovadas pelo conselho de administração. Deve ser operado de forma independente e imparcial, e garantir o anonimato de seus usuários, além de promover, de forma tempestiva, as apurações e providências necessárias. Este serviço pode ficar a cargo de um terceiro de reconhecida capacidade.

5.2 Conflito de Interesses

5.2.1 As regras de governança da companhia devem zelar pela separação e definição clara de funções, papéis e responsabilidades associados aos mandatos de todos os

agentes de governança. Devem ainda ser definidas as alçadas de decisão de cada instância, com o objetivo de minimizar possíveis focos de conflitos de interesses.

5.2.2 As regras de governança da companhia devem ser tornadas públicas e determinar que a pessoa que não é independente em relação à matéria em discussão ou deliberação nos órgãos de administração ou fiscalização da companhia deve manifestar, tempestivamente, seu conflito de interesses ou interesse particular. Caso não o faça, essas regras devem prever que outra pessoa manifeste o conflito, caso dele tenha ciência, e que, tão logo identificado o conflito de interesses em relação a um tema específico, a pessoa envolvida se afaste, inclusive fisicamente, das discussões e deliberações. As regras devem prever que esse afastamento temporário seja registrado em ata.

5.2.3 A companhia deve ter mecanismos de administração de conflitos de interesses nas votações submetidas à assembleia geral, para receber e processar alegações de conflitos de interesses, e de anulação de votos proferidos em conflito, ainda que posteriormente ao conclave.

5.3 Transações com Partes Relacionadas

5.3.1 O estatuto social deve definir quais transações com partes relacionadas devem ser aprovadas pelo conselho de administração, com a exclusão de eventuais membros com interesses potencialmente conflitantes.

5.3.2 O conselho de administração deve aprovar e implementar uma política de transações com partes relacionadas, que inclua, entre outras regras: (i) previsão de que, previamente à aprovação de transações específicas ou diretrizes para a contratação de transações, o conselho de administração solicite à diretoria alternativas de mercado à transação com partes relacionadas em questão, ajustadas pelos fatores de risco envolvidos; (ii) vedação a formas de remuneração de assessores, consultores ou intermediários que gerem conflito de interesses com a companhia, os administradores, os acionistas ou classes de acionistas; (iii) proibição a empréstimos em favor do controlador e dos administradores; (iv) as hipóteses de transações com partes relacionadas que devem ser embasadas por laudos de avaliação independentes, elaborados sem a participação de nenhuma parte envolvida na operação em questão, seja ela banco, advogado, empresa de consultoria especializada, entre outros, com base em premissas realistas e informações referendadas por terceiros; (v) que reestruturações societárias envolvendo partes relacionadas devem assegurar tratamento equitativo para todos os acionistas.

5.4 Política de Negociação de Valores Mobiliários

5.4.1 A companhia deve adotar, por deliberação do conselho de administração,

uma política de negociação de valores mobiliários de sua emissão, que, sem prejuízo do atendimento às regras estabelecidas pela regulamentação da CVM, estabeleça controles que viabilizem o monitoramento das negociações realizadas, bem como a apuração e punição dos responsáveis em caso de descumprimento da política.

5.5 Política sobre Contribuições e Doações

5.5.1 No intuito de assegurar maior transparência quanto à utilização dos recursos da companhia, deve ser elaborada política sobre suas contribuições voluntárias, inclusive aquelas relacionadas às atividades políticas, a ser aprovada pelo conselho de administração e executada pela diretoria, contendo princípios e regras claros e objetivos.

5.5.2 A política deve prever que o conselho de administração seja o órgão responsável pela aprovação de todos os desembolsos relacionados às atividades políticas.

5.5.3 A política sobre contribuições voluntárias das companhias controladas pelo Estado, ou que tenham relações comerciais reiteradas e relevantes com o Estado, deve vedar contribuições ou doações a partidos políticos ou pessoas a eles ligadas, ainda que permitidas por lei.