



REVISTA AMBIENTE CONTÁBIL

Universidade Federal do Rio Grande do Norte

ISSN 2176-9036

Vol. 11, n. 2, Jul./Dez, 2019

Sítios: <http://www.periodicos.ufrn.br/ambiente>

<http://www.atena.org.br/revista/ojs-2.2.3-06/index.php/Ambiente>

Artigo recebido em: 28.12.2018. Revisado por pares em:

16.01.2019. Reformulado em: 27.02.2019. Avaliado pelo sistema

double blind review.

DOI: 10.21680/2176-9036.2019v11n2ID16369

Análise do *compliance* das empresas brasileiras às boas práticas de governança corporativa

Analysis of the compliance of Brazilian firms with good corporate governance practices

Análisis del cumplimiento de las empresas brasileñas a las buenas prácticas de gobierno corporativo

Autores

Vicente Lima Crisóstomo

Doutor em Economia Financeira pela Universidade de Valladolid/Espanha. Professor do Departamento de Ciências Contábeis/Faculdade de Economia, Administração, Atuária e Contabilidade da Universidade Federal do Ceará, FEAAC/UFC. Professor do Programa de Pós-Graduação de Administração e Controladoria da FEAAC/UFC. Endereço: Av. da Universidade, 2431 - CEP 60020180 - Benfica – Fortaleza – CE, Brasil – Telefone: (85) 33667802.

Identificadores (ID):

ORCID: <http://orcid.org/0000-0002-8593-0471>

Research Gate: https://www.researchgate.net/profile/Vicente_Crisostomo

Lattes: <http://lattes.cnpq.br/8799551213988584>

E-mail: vlc@ufc.br

Aline Maria Coelho Girão

Graduanda em Ciências Contábeis pela Universidade de Brasília. Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais/Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, FACE/UnB. Endereço: Universidade de Brasília, Asa Norte – CEP: 70910900 – Brasília – DF, Brasil - Telefone: (61) 31073300. Identificadores (ID):

ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-3044-3676>

Lattes: <http://lattes.cnpq.br/4487388403121281>

E-mail: alinema.cgirao@gmail.com.

Resumo

Objetivo: Estudos relatam que a adesão às boas práticas de governança corporativa agrega valor à empresa. No entanto, os resultados de tal adesão parecem estar condicionados a características institucionais e legais específicas de cada país. Este estudo objetiva analisar o *compliance* às boas práticas de governança corporativa no contexto das empresas de capital aberto do mercado brasileiro.

Metodologia: A amostra é composta por 1336 observações anuais de 167 empresas listadas na B3 (Brasil, Bolsa, Balcão) no período 2010-2017. Utilizaram-se como referência as recomendações dos principais códigos de governança corporativa existentes no Brasil. Fez-se teste de comparação de média (teste t) e de proporção (teste z) entre o observado no coletivo de empresas e as recomendações no mercado brasileiro.

Resultados: Apesar da adesão a muitas das boas práticas recomendadas ainda há espaço para a empresa brasileira avançar. Os resultados indicam inobservância da empresa brasileira às recomendações referentes ao comitê de auditoria e conselho fiscal, o que pode fragilizar em especial transparência e controle dos atos internos da empresa. Ademais, a adesão a níveis diferenciados de mercado está associada a uma maior inclinação a observar as sugestões emanadas dos códigos, o que pode ser devido à percepção de uma favorável relação custo-benefício da adoção da governança corporativa.

Contribuições do Estudo: Como contribuição do trabalho tem-se a análise detalhada do atual cenário da governança corporativa da empresa brasileira a partir da avaliação do grau de adoção de cada prática recomendada individualmente.

Palavras-chave: Governança Corporativa. Boas práticas. *Compliance*. *Soft Law*. Brasil.

Abstract

Purpose: Studies report that the adoption of good corporate governance practices adds value to the firm. However, the results of such adoption seem to be conditioned by specific institutional and legal characteristics of each country. This study aims to analyze compliance with good corporate governance practices in the context of publicly traded companies in the Brazilian market.

Methodology: The sample is made up of 1336 annual observations of 167 companies listed on the B3 (Brasil, Bolsa, Balcão) in the period 2010-2017. The practices recommended by the main corporate governance codes in Brazil were used as benchmark. Tests for the difference in means (t-test) and in proportions (z-test) were used to compare the observed situation in the group of firms and the recommendations in the Brazilian market.

Results: Despite the adoption of many of the best practices recommended, there is still space for the Brazilian firm moving forward. The results indicate noncompliance of the Brazilian firm with the recommendations regarding the audit committee and fiscal council, which may particularly weaken transparency and control of firm's internal activities. In addition, adherence to distinguished market segments is associated to a greater trend to observe the suggestions emanating from the codes, which may be due to the perception of a favorable cost-benefit ratio of the adoption of corporate governance practices.

Contributions of the Study: The work provides additional contribution by presented a detailed analysis of the current scenario of the Brazilian firm corporate governance captured from the evaluation of the degree of adoption of each practice recommended individually.

Keywords: Corporate governance. Good practices. Compliance. Soft Law. Brazil.

Resumen

Objetivo: La literatura indica que la adhesión a las buenas prácticas de gobierno corporativo agrega valor a la empresa. Sin embargo, los resultados de tal adhesión parecen estar condicionados a características institucionales y legales específicas de cada país. Este trabajo tiene como objetivo analizar el cumplimiento de las buenas prácticas de gobierno corporativo en el contexto de las compañías de capital abierto en el mercado brasileño.

Metodología: La muestra está compuesta por 1336 observaciones anuales de 167 empresas cotizadas en la B3 (Brasil, Bolsa, Balcão) en el período 2010-2017. Se utilizaron como referencia las recomendaciones de los principales códigos de gobierno corporativo existentes en Brasil. Se hizo prueba de comparación de media (test t) y de proporción (prueba z) entre lo observado en el conjunto de empresas y las recomendaciones en el mercado brasileño.

Resultados: A pesar de la adhesión a muchas de las buenas prácticas recomendadas todavía hay espacio para la empresa brasileña avanzar. Los resultados indican inobservancia de la empresa brasileña a las recomendaciones referentes al comité de auditoría y consejo fiscal, lo que puede debilitar en especial la transparencia y control de los actos internos de la empresa. Además, la adhesión a niveles diferenciados de mercado está asociada a una mayor inclinación a la empresa observar las sugerencias emanadas de los códigos, lo que puede ser debido a la percepción de una favorable relación costo-beneficio de la adopción del gobierno corporativo.

Contribuciones del Estudio: Como contribución del trabajo se tiene el análisis detallada del actual escenario del gobierno corporativo de la empresa brasileña a partir de la evaluación del grado de adopción de cada práctica recomendada individualmente.

Palabras clave: Gobierno corporativo. Buenas prácticas. Cumplimiento. Soft Law. Brasil.

1 Introdução

A Teoria da Agência tenciona explicar os conflitos existentes entre propriedade e gestão da empresa decorrentes da separação entre ambos, fazendo-se necessário um conjunto de contratos entre os *stakeholders* da empresa de modo a minimizar os custos decorrentes destes conflitos (Fama & Jensen, 1983). No contexto de agência, o contrato entre os acionistas (principal) e o diretor executivo da empresa (agente) é visto como o elemento central, sendo a unidade de análise no contexto da Teoria da Agência (Eisenhardt, 1989). A existência de conflitos de agência e de custos deles decorrentes faz com que a empresa procure encontrar estratégias que permitam minimizá-los (Jensen & Meckling, 1976). A adoção de boas práticas de governança corporativa tem sido indicada como uma boa estratégia neste sentido.

Boas práticas de governança corporativa têm sido adotadas por empresas visando uma melhor relação com o coletivo de *stakeholders* das mesmas. Neste contexto, há um conjunto de normas de caráter obrigatório que tem aplicação uniforme. Por outro lado, instituições diversas, como órgãos reguladores, instituições de mercado, associações de executivos, associações de investidores e fundos de pensão, têm proposto boas práticas de governança corporativa que não são de caráter impositivo, mas que são bem vistas pelo mercado, sendo maleáveis - um tipo específico de *soft law*, normalmente condensadas em códigos de boas práticas de governança corporativa. Desta forma, a empresa escolhe o conjunto de práticas mais adequado às suas necessidades (Abbud, 2014; Guest, 2008; Hooghiemstra & van Ees, 2011).

A implantação de um sistema de governança corporativa na empresa compreendendo um conjunto de boas práticas tem sido defendida como capaz de melhorar a gestão da empresa,

seu desempenho, e sua relação com o mercado. Neste contexto, trabalhos têm documentado que, de fato, empresas com melhores práticas de governança corporativa apresentam desempenho e resultados de avaliações mais favoráveis que as demais, tanto a nível nacional (Crisóstomo & Melo Júnior, 2015; Fernandes, Dias, & Cunha, 2010; Lima, Oliveira, Cabral, Santos, & Pessoa, 2015; Macedo & Corrar, 2012; Procianoy & Verdi, 2009; Srouf, 2005) como internacional (Alves & Mendes, 2004; Azeez, 2015; Black, Jang, & Kim 2006; Brick & Chidambaran, 2010; Drobetz, Schillhofer, & Zimmermann, 2004; Duru, Iyengar, & Zampelli, 2016; Elsayed, 2007; Franco & Montalván, 2010; Goncharov, Werner, & Zimmermann, 2006; Haniffa & Hudaib, 2006; Henry, 2010). Apesar destes resultados, há pesquisas prévias no Brasil que indicam que as empresas ainda não vislumbram com segurança uma favorável relação benefício-custo da adoção de recomendadas práticas de governança corporativa, o que pode estar restringindo o avanço na adoção de boas práticas de governança corporativa (Brandão & Crisóstomo, 2015; Sonza & Kloeckner, 2014).

O mais alto grau de observância às recomendações de boas práticas de governança corporativa pode ser um indicativo da importância dada à questão pela empresa. Neste sentido, a avaliação do grau de adoção de boas práticas de governança corporativa é relevante sobre o conjunto de empresas de um determinado mercado é pertinente. No caso do Brasil, a partir desta pesquisa pode-se considerar se a empresa brasileira apresenta um bom *compliance* com as boas práticas de governança corporativa recomendadas pelo mercado. Diante do exposto, o presente trabalho tem como problema de pesquisa conhecer o grau de *compliance* da empresa brasileira às recomendações de boas práticas de governança corporativa, procurando resposta para a seguinte questão: **Está a empresa brasileira adotando práticas de governança corporativa recomendadas pelo mercado brasileiro?**

Diante das incertezas com respeito à efetividade das práticas de governança corporativa, que contrastam com a mais alta pressão por parte do mercado que recomenda amplo elenco de práticas de governança corporativa, este trabalho tem como objetivo analisar o *compliance* da empresa brasileira às boas práticas de governança corporativa no contexto das empresas de capital aberto.

Neste estudo, a análise empírica do cumprimento das recomendações tem enfoque nas principais estruturas de governança corporativa das corporações - conselho de administração, diretoria executiva, comitês de assessoramento ao conselho de administração e conselho fiscal - uma vez que o escopo da governança corporativa é a cúpula executiva da firma e seu sistema de decisões estratégicas (Bertucci, Bernardes, & Brandão, 2006; Roe, 2008; Rossoni & Machado-da-Silva, 2010).

Para uma amostra composta por 167 empresas de capital aberto no período 2010-2017, os resultados indicam que a empresa brasileira tende a adotar um amplo conjunto de boas práticas de governança corporativa embora ainda haja dificuldades no cumprimento de algumas recomendações relativas à estrutura do comitê de auditoria e de funcionamento do conselho fiscal, o que pode acarretar debilidades no controle e supervisão da direção executiva. Como esperado, o fato da empresa sinalizar a adoção de um conjunto de boas práticas de governança através da adesão a um segmento diferenciado de governança corporativa B3 está associado a uma mais elevada tendência a observar as sugestões de boas práticas emanadas dos códigos de governança corporativa do mercado brasileiro.

Até onde temos conhecimento, não há trabalho no Brasil que avalie individualmente a aderência de cada prática de governança corporativa à sua recomendação por instituições de mercado. Em valioso trabalho, Nascimento, Moura, De Luca, & Vasconcelos (2013) analisaram a proporção de empresas que adota determinadas práticas de governança corporativa relativas ao conselho de administração de empresas do novo mercado da B3, em um corte transversal no ano de 2010. Neste contexto, o presente trabalho avança a pesquisa no Brasil ao realizar um

estudo detalhado sobre a observância das diversas práticas de governança corporativa relacionadas ao conselho de administração, aos comitês de assessoramento ao conselho de administração, ao conselho fiscal, e à diretoria executiva, em longo período de oito anos, comparando a situação do coletivo de empresas com as recomendações do mercado brasileiro e, além disto, fazendo uma comparação entre empresas de segmentos diferenciados e as demais. O trabalho também se diferencia de anteriores ao não buscar antecedentes e/ou consequentes da governança corporativa, mas sim verificar se cada prática recomendada está sendo adotada pelo conjunto de empresas brasileiras.

O restante do trabalho estrutura-se da seguinte forma. Na seção 2, tem-se a revisão de literatura e o desenvolvimento das hipóteses. A seção 3 contém o delineamento da estratégia metodológica e a apresentação da amostra. Na seção 4, são testadas as hipóteses a respeito do *compliance* às boas práticas de governança das empresas brasileiras e discutidos os resultados. Conclusões do trabalho são apresentadas na seção 5.

2 Revisão da Literatura

2.1 Práticas de Governança Corporativa Recomendadas

A separação entre propriedade e controle da empresa, decorrente de seu processo natural de crescimento em porte e complexidade, fez surgir conflitos de interesses entre propriedade e direção da empresa e a necessidade de contornar tais conflitos através de contratos adequadamente elaborados como proposto pela Teoria da Agência (Fama & Jensen, 1983; Jensen & Meckling, 1976). Os custos originados dos conflitos de agência decorrentes da relação entre agentes imperfeitos e contratos incompletos motivam a busca de estratégias que viabilizem a redução de seus efeitos negativos sobre a empresa (Eisenhardt, 1989; Jensen & Meckling, 1976). A adoção de um sistema de governança corporativa que incorpore boas práticas de monitoramento da gestão da empresa tem sido proposta como uma boa estratégia neste sentido. Sob o arcabouço da Teoria da Agência, a governança corporativa pode ser vista como um sistema composto por um conjunto de mecanismos capaz de contribuir para o alinhamento de interesses entre acionistas e a direção executiva da empresa e assim minimizar os conflitos e custos de agência (Claessens & Yurtoglu, 2013; Love, 2011; Shleifer & Vishny, 1997).

Diante da necessidade de proteger a empresa e seus interesses como proprietários da mesma, os acionistas assumem os custos de um sistema de governança corporativa. Neste processo, há uma tendência a haver um maior interesse na implantação deste sistema por parte de acionistas com mais elevada participação na propriedade da empresa como proposto pelo problema do *free-rider* (Shleifer & Vishny, 1997). Ao envolver custos, a adoção de práticas de governança corporativa é de livre escolha da empresa, sendo sua a decisão de adotar um conjunto mais ou menos amplo de mecanismos de governança. No entanto, os mercados têm avançado no sentido de tornar determinados mecanismos de governança obrigatórios através de algum instrumento legal ou, na maioria dos casos, recomendações. Neste sentido, tais recomendações têm sido compiladas para compor os chamados Códigos de Boas Práticas de Governança Corporativa que têm sido disseminados em vários mercados (Aguilera & Cuervo-Cazurra, 2004, 2009).

Em decorrência de escândalos financeiros no mercado dos EUA no início dos anos 2000, o mercado norte-americano impôs um conjunto de práticas de governança às empresas através da Lei Sarbanes-Oxley de 2002. No entanto, o mais usual é ter-se a recomendação de práticas que são de adesão voluntária, como o que ocorreu na Inglaterra por via da aprovação do *Cadbury Report* em 1992 (Aguilera; Cuervo-Cazurra, 2009). Em outros mercados, como na

Alemanha, por exemplo, apesar da adoção das boas práticas ser voluntária, as empresas devem explicar o motivo de não adoção de práticas recomendadas seguindo o princípio “*comply or explain*” (Aguilera; Cuervo-Cazurra, 2009; Silveira et al., 2009).

Os Códigos de Boas Práticas de Governança Corporativa foram concebidos para promover o aperfeiçoamento dos sistemas de governança corporativa das empresas, através da proposição de um conjunto de normas de governança recomendadas sobre o papel e composição das estruturas de governança corporativa (Efigênia, 2015). Os códigos foram projetados visando corrigir debilidades no sistema de governança das empresas a partir da recomendação de um conjunto de práticas relativas ao conselho de administração, direção executiva, incluindo-se aí políticas de contratação e remuneração de membros de ambos, relações com acionistas, auditoria e divulgação de informação. Em geral os códigos apresentam como objetivo a melhoria da gestão e governança da empresa e fortalecimento de sua responsabilidade frente aos acionistas ao mesmo tempo em que maximiza o valor da empresa para acionistas e *stakeholders* em geral (Aguilera & Cuervo-Cazurra, 2004).

A partir da emissão do relatório Cadbury (“The Financial Aspects of Corporate Governance”), no Reino Unido, em 1992, a publicação de códigos de boas práticas cresceu bastante. Neste cenário, torna-se relevante a pesquisa sobre como estes códigos afetaram a estrutura de governança das empresas (Aguilera & Cuervo-Cazurra, 2009; Cuomo, Mallin, & Zattoni, 2016; Zattoni & Cuomo, 2008). A preocupação com o fortalecimento dos mercados de capitais fez com que estes atuassem na composição de códigos, sendo assim, efetivamente, forças exógenas levando as empresas a atentarem para seus sistemas de governança corporativa. Neste processo, os códigos tornaram-se parte da grande maioria dos ambientes institucionais em que as empresas operam (Aguilera & Cuervo-Cazurra, 2004, 2009; Burton, 2000; Hooghiemstra & van Ees, 2011; Seidl, 2007). Claessens e Yurtoglu (2012) consideram que os códigos de boas práticas estão contribuindo para que haja uma convergência do conjunto do que seriam boas práticas de governança corporativa independentemente do mercado, embora as práticas adotadas ainda sejam heterogêneas entre as empresas.

Preconiza-se que um sistema de governança corporativa de boa qualidade, implantado a partir da adoção de um conjunto boas práticas de governança corporativa, é capaz de gerar vários benefícios à empresa, como criar valor e melhorar o desempenho da empresa a partir do aprimoramento da gestão. Neste contexto, já há evidência documentada, em diferentes mercados, de efeito positivo da qualidade do sistema de governança corporativa sobre o valor da empresa (Brick & Chidambaran, 2010; Drobetz et al., 2004; Lima et al., 2015) e sobre o desempenho econômico-financeiro (Haniffa & Hudaib, 2006; Macedo & Corrar, 2012). Em paralelo, há resultados que indicam que a melhor governança corporativa é capaz de aprimorar a estrutura financeira das empresas (Aras & Furtuna, 2015; Crisóstomo & Melo Júnior, 2015). Também há evidência de que boas práticas de governança corporativa estão associadas a um menor custo de capital próprio e de terceiros (Fonseca & Silveira, 2016; Zhu, 2014). A esperada redução de custos agência decorrente de um sistema de governança corporativa de alta qualidade também tem sido confirmada (Henry, 2010). Por outro lado, embora em menor volume de pesquisa, há também trabalhos que não encontram resultados positivos decorrentes do esforço da empresa no sentido de ter um bom conjunto de práticas de governança corporativa (Fernandes et al., 2010).

No Brasil, como na maioria dos resultados provenientes de outros mercados, os resultados, em seu conjunto, indicam que há benefícios para a empresa em decorrência da adoção de boas práticas de governança corporativa (Aras & Furtuna, 2015; Crisóstomo & Melo Júnior, 2015; Fonseca & Silveira, 2016; Zhu, 2014).

Além deste conjunto de resultados, a literatura também apresenta argumentação no sentido de que os resultados da adesão a boas práticas de governança corporativa são

contingentes, pois dependem de conjunturas institucionais e legais mais amplas às quais os mercados estão sujeitos (Aguilera & Cuervo-Cazurra, 2009; Aguilera & Jackson, 2003; Fan & Yu, 2016; Haniffa & Hudaib, 2006; La Porta, Lopez-De-Silanes, & Shleifer, 2008; Rossoni & Machado-da-Silva, 2010). Nesse contexto, como supramencionado, há três abordagens possíveis no que se refere à obrigatoriedade legal das boas práticas de governança. A *hard law*, dotada de coercibilidade legal; a abordagem *soft law*, que é baseada em regras de conduta recomendadas como ocorre nos ambientes dos códigos de melhores práticas de governança corporativa; e por fim, há uma abordagem que pode ser descrita como a fusão de características das duas primeiras, havendo um conjunto de práticas obrigatórios e outros recomendados. A tendência de adoção de códigos tem sido forte, recomendando-se práticas de governança e requerendo que as empresas justifiquem a não adoção segundo o conhecido princípio “*comply or explain*” adotado no Reino Unido, Alemanha e Holanda, por exemplo (Albuquerque, 2008; Efigénia, 2015). Um debate importante no âmbito da governança corporativa internacional é sobre qual pode ser a melhor estratégia para se obter o melhor nível de adesão a boas práticas por parte das empresas em todos os países, seja por leis reguladoras de mercado, ou por *soft law*, ou através do *comply or explain* (Abbott & Snidal, 2003; Aguilera & Cuervo-Cazurra, 2009; Hooghiemstra & van Ees, 2011; Keay, 2014; Liu, 2017; Parisi, Mathur, & Nail, 2009; Rejchrt & Higgs, 2015; Salterio, Conrod, & Schmidt, 2013).

2.2 Hipóteses

Sob a abordagem dos códigos de melhores práticas de governança corporativa, órgãos reguladores e instituições de mercado estabelecem um código de boas práticas a serem adotadas, voluntariamente, por empresas. As práticas recomendadas somam-se àquelas eventualmente compulsórias que são estabelecidas por algum instrumento legal. Cada mercado tem suas especificidades associadas ao ambiente institucional (Aguilera & Cuervo-Cazurra, 2009; Aguilera & Jackson, 2003; Fan & Yu, 2016; Haniffa & Hudaib, 2006; La Porta, Lopez-De-Silanes, & Shleifer, 2008; Rossoni & Machado-da-Silva, 2010).

No Brasil, a legislação avançou e fortaleceu a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) através da Lei 10.411/2002 ao instituir o mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes e dar autonomia financeira ao órgão, e mais poder no controle sobre as atividades de empresas no mercado e no controle da ação de Bolsas de Valores. A Lei das Sociedades por Ações apresenta um conjunto mínimo de práticas obrigatórias, como dividendo mínimo ou *freefloat* mínimo. Um amplo elenco de práticas de governança corporativa recomendadas é de adoção voluntária. Instituições de mercado passaram também a ter um papel mais ativo neste processo. Neste cenário, merece menção a B3 (Brasil, Bolsa, Balcão; antiga BM&FBovespa) e o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC).

O IBGC é uma associação de âmbito nacional, sem fins lucrativos, que foi fundada em 27 de novembro de 1995, como organização dedicada exclusivamente a promover a boa governança corporativa no Brasil. O IBGC congrega pessoas do mercado financeiro, de empresas e da academia com o intuito de fomentar a adoção de boas práticas de governança corporativa pelas empresas e estimular o debate sobre o tema no Brasil. O IBGC tem publicado o “Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa” que está em sua 5ª edição (IBGC, 2015). Além do código do IBGC, devem ser mencionadas duas outras relevantes iniciativas institucionais para a promoção da governança corporativa no Brasil: o código PREVI de Melhores Práticas de Governança Corporativa, elaborado pela diretoria de participações da Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil (PREVI); e a Cartilha de Boa Governança, editada pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

A movimentação destas instituições no sentido de promover a governança corporativa na empresa brasileira tem sido marcante. As recomendações contidas no “Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa” do IBGC têm-se tornado muito relevantes no mercado. As empresas passaram a ter interesse em divulgar amplamente seu alto grau de atenção dado às questões da boa governança através da divulgação de práticas adotadas. A partir de 2010, passou a ser obrigatório, para a empresa brasileira de capital aberto, o envio de informações relativas a práticas de governança corporativa e de controle da empresa para a CVM a partir do Formulário de Referência. Ali devem ser informadas as definições de práticas de governança oriundas da Assembleia Geral Ordinária (AGO), que ocorre nos primeiros meses do ano (Brandão & Crisóstomo, 2015). Esta divulgação é um importante instrumento capaz de reduzir assimetria informativa sobre práticas de governança de todo o conjunto de empresas de capital aberto no Brasil. Sendo esta prática obrigatória, pode-se considerar esta ação da CVM como importante instrumento de estímulo à adoção de boas práticas de governança pela empresa, uma vez que esta fará um esforço para indicar que tem interesse em melhor nível de governança corporativa.

Nesta conjuntura internacional de forte recomendação por adoção de boas práticas de governança tem-se o supramencionado processo de avanço no Brasil, que conta com ação da Bolsa de Valores (B3), da CVM e do IBGC. Esta pressão institucional e de *stakeholders* do mercado, como provedores de recursos e acionistas, por aprimoramento do sistema de governança das empresas contribui para um movimento pró-ativo por parte delas para a melhoria de tal sistema, através do mais alto nível de *compliance* às recomendações inseridas nos códigos de boa governança. Assim, sugere-se como hipótese que as empresas brasileiras estão fazendo um esforço no sentido de aprimorar seu sistema de governança corporativa com a inclusão de boas práticas recomendadas pelos códigos, como sintetizado a seguir:

Hipótese 1: As empresas brasileiras têm observado as recomendações dos códigos de boas práticas de governança corporativa.

A implantação dos segmentos diferenciados de negociação Bolsa de Valores (B3) é considerada um marco importante na governança corporativa da empresa brasileira a partir de 2001. Neste processo, a B3 criou os chamados segmentos diferenciados de negociação B3-Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado, inspirado no *Neuer Markt* alemão. Ao assinar o contrato de participação em determinado segmento, a empresa assume que está adotando o determinado conjunto de boas práticas de governança exigido pela B3 para o segmento de governança corporativa específico (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado) (Procianoy & Verdi, 2009). Neste contexto, podem-se enumerar práticas de governança relativas à composição e funcionamento do conselho de administração, elenco de comitês do conselho de administração, funcionamento do conselho fiscal, e composição e funcionamento da diretoria executiva. Ao assumir este compromisso, a empresa sinaliza positivamente para o mercado seu comprometimento com o aprimoramento do processo de condução da empresa e, em contrapartida, espera que o mercado tenha uma melhor apreciação da mesma uma vez que, em princípio, ela oferecerá menos risco a seus investidores ao adotar um bom conjunto de práticas de governança corporativa (Carvalho, 2002; Crisóstomo & Melo Júnior, 2015). De fato, há evidência de que um índice de mercado composto por ações com governança corporativa diferenciada superou o índice Ibovespa na última década (Matos, 2017).

Uma empresa que adira voluntariamente a um conjunto de boas práticas de governança corporativa demonstra ao mercado sua disposição a aprimorar seu sistema de governança corporativa. No caso dos segmentos diferenciados da B3, tem sido comum a migração para segmentos de negociação com mais exigência de requisitos. Este estímulo à adoção de melhores

práticas de governança através da adesão a segmentos diferenciados da B3 e a migração entre tais segmentos para aqueles mais exigentes parece ser frequente. Esta busca por melhores padrões de governança está alinhada com a Teoria da Agência, que preconiza a busca por redução de conflitos de agência e os respectivos custos deles decorrentes.

Sob este cenário, é plausível propor-se que empresas que aderiram contratualmente a um conjunto de práticas de governança de segmentos diferenciados adotem também, paralelamente, outras práticas adicionais sugeridas pelos códigos de governança corporativa. Assim, sugere-se como hipótese que empresas pertencentes a segmentos diferenciados B3 apresentam um mais elevado grau de adesão a boas práticas voluntárias de governança corporativa que aquelas listadas no mercado tradicional, no seguinte formato:

Hipótese 2: Empresas que assumem compromisso formal com certo conjunto de boas práticas de governança corporativa tendem a ampliar a incorporação de boas práticas.

3 Procedimentos Metodológicos

3.1 Estratégia e Método da Pesquisa

Relativamente ao propósito do presente estudo, que é identificar as práticas de governança corporativa adotadas pela empresa brasileira e seu nível de observância às recomendações apresentadas pelos códigos de governança corporativa no Brasil, esta pesquisa classifica-se como descritiva, pois identifica a situação do coletivo de empresas do país, avaliando as práticas adotadas comparativamente àquelas recomendadas (Gray, 2012). Estudos descritivos objetivam descrever como determinado fenômeno se apresenta de acordo com situações e acontecimentos que são observados e relatados (Sampieri, Collado, & Lucio, 2013).

Com relação aos procedimentos, a pesquisa é documental. Os níveis de informação documental podem ser classificados em três estratos: fontes primárias, fontes secundárias e fontes terciárias. Fontes primárias são aquelas que fornecem dados originais de pesquisa ainda não processados e submetidos a alguma interpretação, como exemplos tem-se: dados atributos de indivíduos, memorandos, cartas, entrevistas ou discursos completos, leis, regulamentações, decisões judiciais e censo (Cooper & Schindler, 2011). As fontes secundárias fornecem dados já submetidos a algum processo de organização, agrupamento ou interpretação, a partir do formato inicial obtido da fonte primária, como por exemplo: bases de dados relativos a um conjunto de indivíduos de uma população, enciclopédias, livros, manuais (Cooper & Schindler, 2011). As fontes terciárias, por sua vez, são interpretações mais elaboradas, chegando a envolver alguma análise, como exemplo tem-se: índices, bibliografias e outros auxiliares de busca (Cooper & Schindler, 2011).

Considerando a viabilidade das informações, a fonte dos documentos utilizados nessa pesquisa foi secundária com relação aos dados das empresas, sendo os dados coletados de documentos disponíveis nas páginas eletrônicas da CVM (Comissão de Valores Mobiliários), que armazena e divulga os formulários de referência das diversas empresas ali registradas, e da B3 (antiga BM&FBovespa) que divulga informação sobre o segmento de negociação de cada empresa. Do ponto de vista dos órgãos que elaboram documentos sobre práticas de governança corporativa no Brasil, consultou-se o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, editado pelo IBGC; o código PREVI de Melhores Práticas de Governança Corporativa, elaborado pela diretoria de participações da Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil (PREVI); e a Cartilha de Boa Governança, editada pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Quanto à abordagem, a pesquisa classifica-se como quantitativa, visto que os dados são 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).

Para a análise do *compliance* das empresas às regras propostas pelos Códigos de Boas Práticas de Governança Corporativa realizou-se análise descritiva detalhada do nível de adoção de práticas de governança corporativa pelo conjunto de empresas. Procedeu-se então à comparação de valores observados com os valores de referência recomendados. Neste caso foi utilizado o teste de comparação de uma amostra comparativa ao valor de referência recomendado. De acordo com a prática em questão, foi utilizado o teste t de *Student* para comparar a média das empresas com o valor de referência, e o teste z de diferença de proporções para comparar a proporção encontrada nas empresas com aquela recomendada. O segundo passo, com o intuito de se verificar se há diferenças no nível de adoção a boas práticas entre empresas do mercado tradicional e empresas que assumiram o compromisso com um elenco de boas práticas, neste trabalho aproximado pela adesão a um dos segmentos diferenciados da B3, realizou-se o teste de comparação de médias, e de proporções, entre duas amostras.

Fez-se revisão de literatura sobre a adoção destas recomendações e análise de conteúdo dos códigos de boas práticas de governança corporativa usados no Brasil. Desta forma, foram analisados o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, editado pelo IBGC; o código PREVI de Melhores Práticas de Governança Corporativa, elaborado pela diretoria de participações da Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil (PREVI); e a Cartilha de Boa Governança, editada pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Como fonte de coleta de dados, fez-se uso de pesquisa documental, a partir do exame dos formulários de referência das empresas analisadas e o conjunto de boas práticas exigidas nos contratos de cada segmento diferenciado da B3. Quando tais contratos proibem determinada prática objeto de análise, as empresas destes segmentos não compõem a amostra.

Para a análise do *compliance* das empresas às regras propostas pelos códigos de boas práticas utiliza-se análise descritiva detalhada do conjunto de empresas e faz-se testes de comparação de médias de valores observados indicativos de certas práticas de governança corporativa e valores de referência recomendados. Para algumas outras práticas são realizados testes de comparação de proporções de empresas que adotam e não adotam determinadas boas práticas recomendadas. Posteriormente, com o intuito de se verificar se há diferenças no nível de adoção a boas práticas entre o mercado tradicional e empresas que assumem o compromisso com um elenco de boas práticas, neste trabalho aproximado pela adesão a um dos segmentos diferenciados da B3, realiza-se o teste de comparação de médias, e de proporções, para duas amostras, comparando-se empresas cotadas em segmentos diferenciados B3 com aquelas do mercado tradicional.

3.2 Amostra

Com o objetivo de investigar as hipóteses propostas, foi coletada uma amostra de 1336 observações anuais de empresas cotadas na B3 no período 2010-2017. Os dados foram obtidos do sistema Economática® e da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Foram escolhidas para análise 167 empresas com maior liquidez de ações, segundo dados do Economática®. O termo liquidez indica a facilidade com que a ação é transacionada, estando relacionado ao tempo que o ativo leva para ser negociado (Brealey, Myers, & Allen, 2013). O fator liquidez em Bolsa tem sido considerado relevante pelo fato de que a variação de preço da ação está associada ao volume de negociação da mesma bem como com a adequada divulgação de informações sobre a empresa que pode ter efeito na expectativa do mercado sobre

o futuro desta (Terra & Lima, 2006). Relevante literatura prévia tem apontado a liquidez como fator que pode estar relacionado com a mais adequada valoração de mercado da empresa, já que a divulgação de informação será melhor de acordo com o melhor padrão de governança da empresa (Terra & Lima, 2006). A liquidez, por sua vez, também pode estar associada com a governança corporativa e as negociações com base em informação privilegiada, negociações estas que devem ser inversamente proporcionais ao padrão de governança corporativa (Barbedo, Silva, & Leal, 2009). Desta forma, empresas com baixa liquidez tendem a ser menos pressionadas para terem melhores padrões de governança comparativamente àquelas com mais elevada liquidez (Brandão & Crisóstomo, 2015). Desse modo, a amostra contém empresas dos distintos segmentos de negociação da B3. Além disto, a amostra é representativa ao estar composta por empresas de 10 setores da economia, segundo a classificação da B3, conforme Tabela 1.

Tabela 1

Classificação das empresas por setor de atuação

Segmento	Número de observações	Percentual
Bens Industriais	200	14,97%
Consumo Cíclico	288	21,56%
Consumo não Cíclico	120	8,98%
Financeiro e Outros	232	17,37%
Materiais Básicos	168	12,57%
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	48	3,59%
Saúde	56	4,19%
Tecnologia da Informação	24	1,80%
Telecomunicações	32	2,40%
Utilidade Pública	168	12,57%
Total	1336	100,00%

Fonte: *Dados da Pesquisa.*

4 Resultados e Análises

Os códigos de boas práticas de governança corporativa no Brasil recomendam o funcionamento do conselho fiscal em caráter permanente - sem que se torne necessário que acionistas não controladores reúnam os percentuais de participação acionária requeridos em lei para instalação do órgão. A Tabela 2 exhibe a proporção de empresas que adotam um conjunto de práticas de governança corporativa recomendadas no Brasil relativamente ao conselho de administração, diretoria executiva e conselho fiscal.

O conselho fiscal pode ser considerado como importante órgão que contribui para o alinhamento de interesse entre acionistas e gestão bem como entre acionistas majoritários e minoritários. Observa-se que 64,01% das empresas brasileiras já contam com o conselho fiscal instalado. No entanto, destes, somente 44,82% tem funcionamento permanente, sendo, portanto, a maioria deles de funcionamento não permanente, em contraste com a recomendação (Tabela 2). Na verdade, a proporção de empresas com conselho fiscal instalado é superior àquela de empresas que não o têm, enquanto, por outro lado, a proporção de empresas com conselho fiscal permanente é inferior. Devido à necessária independência que deve ter o conselho fiscal, devido a suas atribuições, este órgão não deve ser submetido a avaliação, exceto em caso de autoavaliação. Como se observa, esta prática ainda tem sido adotada por algumas empresas (5,65%). Adicionalmente, das empresas que têm conselho fiscal instalado, 15,88% não têm representação de acionistas minoritários no órgão, no sentido contrário ao que é fortemente recomendado. Uma alta proporção de empresa tem somente 1 representante de

minoritários (50,24%), e somente 12,83% das empresas têm 3 e até no máximo 5 representantes de acionistas minoritários.

Tabela 2
Práticas de Governança Corporativa

	Categoria de empresa	N	%	valor-p teste z
Conselho Fiscal Instalado	Há CF instalado	850	64,01	0,000
	Não há CF instalado	478	35,99	
Conselho Fiscal Permanente	O CF é permanente	381	44,82	0,000
	O CF não é permanente	469	55,18	
Avaliação do Conselho Fiscal	Há avaliação do CF	48	5,65	0,000
	Não há avaliação do CF	802	94,35	
Avaliação da Diretoria Executiva	Há avaliação	953	71,76	0,000
	Não há avaliação	375	28,24	
Dualidade de CEO	Há dualidade	145	10,95	0,000
	Não há dualidade	1179	89,05	
Avaliação do Conselho de Administração	Há avaliação	482	36,35	0,000
	Não há avaliação	844	63,65	
Mulheres no Conselho de Administração	Há	405	30,59	0,000
	Não há	919	69,41	
Suplentes no Conselho de Administração	Há suplentes	335	25,28	0,000
	Não há suplentes	990	74,72	

Fonte: *Dados da Pesquisa.*

Os códigos de boas práticas de governança corporativa recomendam que, anualmente, o conselho de administração realize avaliação formal da atuação da diretoria executiva, uma vez que aquele colegiado contribui para a política estratégica e para a monitoração da diretoria executiva da empresa. Isto faz do conselho de administração, sob a ótica da Teoria da Agência, importante instrumento na promoção do alinhamento de interesses entre acionistas e direção da empresa. Pode-se observar que, de fato, uma superior proporção de empresas (71,76%) segue esta recomendação, apesar da alta proporção de empresas que não avalia a diretoria executiva da empresa (28,24%) (Tabela 2). Por outro lado, apesar de ser recomendado que também haja a avaliação do conselho de administração, esta só é realizada em pouco mais de um terço das empresas (36,35%). Uma vez que é o próprio conselho de administração que decide sobre sua avaliação, os resultados sinalizam uma possível situação de entrincheiramento dos membros de conselhos de administração da empresa brasileira.

A dualidade de CEO – mesma pessoa ocupando a chefia do conselho de administração e a diretoria executiva – é amplamente não recomendada pelos códigos de boas práticas de governança corporativa. A dualidade sinaliza para o excesso de poder concentrado nas mãos de uma só pessoa, o que pode ser um fator que contribua para os conflitos de agência com investidores externos. No Brasil, esta prática é adotada somente por uma reduzida proporção de empresas (10,95%) que é inferior àquela de empresas que fazem a separação entre ocupantes das duas funções (89,05%), o que é um sinal positivo deste coletivo de empresas.

Sobre a diversidade na composição do conselho de administração, a presença de mulheres neste órgão é recomendada pelos diversos códigos de boa governança corporativa. No entanto, a grande maioria das empresas brasileiras (69,41%) não conta com a presença feminina em seus conselhos, proporção esta que é estatisticamente superior àquela de empresas que já contam com mulheres no conselho de administração (30,59%). Por outro lado, é tendência da empresa brasileira observar a recomendação de não haver suplentes para

conselheiros de administração, o que é seguido por 74,72% deste coletivo de empresas, enquanto aproximadamente um quarto ainda mantém a figura do conselheiro suplente, que é uma proporção estatisticamente superior àquela de empresas que ainda contam com membros suplentes (25,28%). Apesar desta tendência à abolição de suplentes ainda é alto o conjunto de empresas que têm a figura do suplente, o que não é bem visto pelo mercado.

A Tabela 3 mostra números relativos à existência dos diversos comitês de assessoramento ao conselho de administração pelas empresas analisadas. Tais colegiados podem exercer diversas atividades de competência do conselho que, por vezes, pode estar sobrecarregado de funções (IBGC, 2015; Spira & Bender, 2004). Nesse sentido, observa-se uma baixa adesão das empresas a tais estruturas. O comitê de auditoria é o mais recomendado pela boa governança e, de fato, é o segundo mais frequentemente constituído (49,77% das empresas). O comitê de nomeação/remuneração é o mais comum, tendo adesão de 50,38% das empresas, o que mostra importância dada à questão da escolha de gestores e conselheiros das empresas. Quanto ao conjunto de comitês a recomendação é que a criação de comitês deve observar o setor de atuação e o porte da organização, já que uma quantidade excessiva de comitês pode gerar interferências inadequadas na diretoria, além de custos inoperantes para a empresa. Esta recomendação está alinhada com o objetivo de redução de conflitos e custos de agência. Estes objetivos devem ser buscados através da combinação ótima de comitês do conselho de administração.

Tabela 3

Análise dos comitês de assessoramento do Conselho de Administração

Comitê	Presença/Existência	N	%	valor-p teste z
Auditoria	Não	665	50,23	0,815
	Sim	659	49,77	
Finanças	Não	1005	75,91	0,000
	Sim	319	24,09	
Nomeação/Remuneração	Não	657	49,62	0,697
	Sim	667	50,38	
Risco	Não	1012	76,44	0,000
	Sim	312	23,56	
Sustentabilidade	Não	1141	86,18	0,000
	Sim	183	13,82	
Governança	Não	1088	82,18	0,000
	Sim	236	17,82	

Fonte: *Dados da Pesquisa.*

A Figura 1 contém gráficos que esboçam a tendência crescente de adoção de cada um dos comitês de assessoramento ao conselho de administração presentes na empresa brasileira ao longo do tempo. Como se pode observar, a partir de 2010 houve um incremento destes comitês, o que sinaliza a importância que tem sido dada à presença destes órgãos como assessoria ao conselho de administração como elementos que são capazes de fortalecer o sistema de governança corporativa. De fato, relevante literatura tem advogado que o funcionamento de comitês de assessoramento ao conselho de administração é um mecanismo adequado para o aprimoramento da governança corporativa ao delegar tarefas específicas a grupos menores de membros que fazem análises mais aprofundadas. Os comitês também permitem a obtenção de mais contribuição oriunda de membros não executivos da empresa (Spira & Bender, 2004).

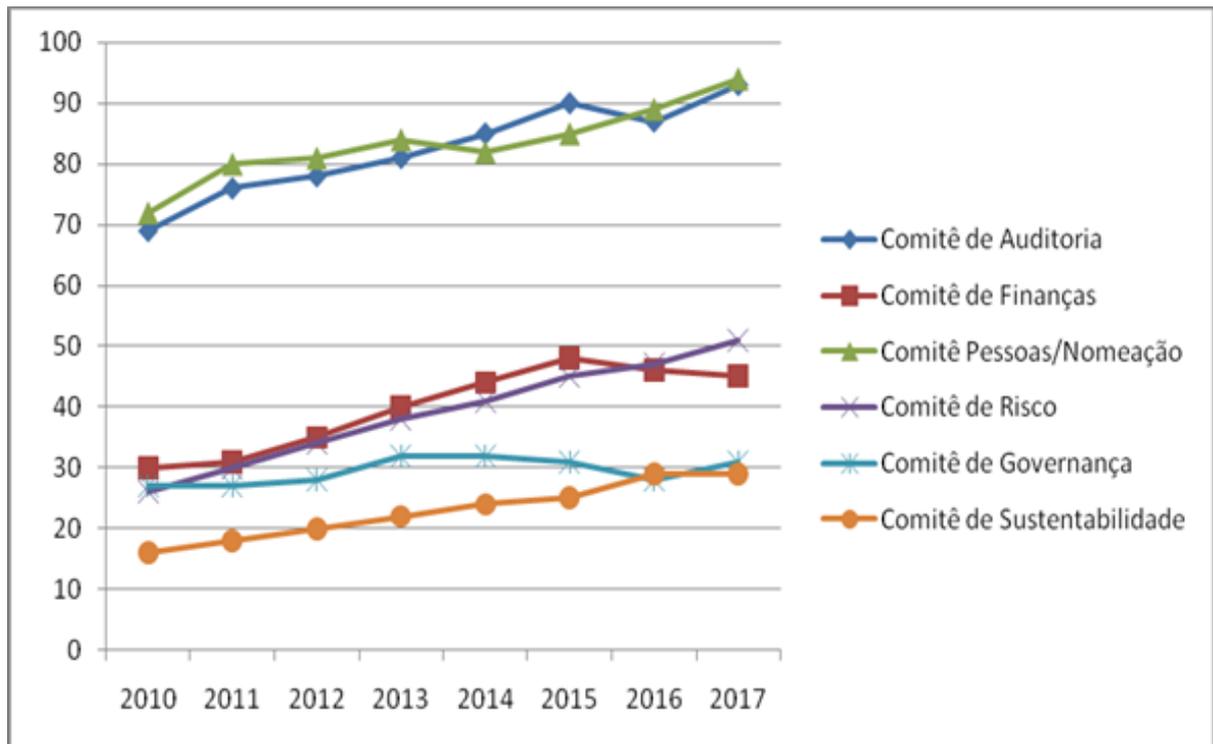


Figura 1 Evolução da presença de comitês de assessoramento ao conselho de administração da empresa brasileira

Fonte: Dados da Pesquisa.

A Tabela 4 contém números a respeito do conselho de administração, da diretoria executiva e do comitê de auditoria, fazendo-se a comparação entre a média de cada indicador e o valor de referência recomendado pelos códigos de boas práticas de governança corporativa no Brasil.

Os resultados mostram que há certa propensão da empresa brasileira a seguir recomendações dos códigos de boas práticas referentes ao mandato e tamanho do conselho de administração. A média de mandato de 1,772 anos é inferior à recomendação de no máximo 2 anos (valor-p = 0,000) estando assim de acordo com a recomendação. Quanto ao número de membros do conselho de administração, verifica-se que a média observada (7,672 membros) está dentro da faixa recomendada, sendo estatisticamente superior ao mínimo de 5 (valor-p = 0,000) e inferior ao máximo de 11 (valor-p = 0,000). No que se refere ao mandato da diretoria executiva, a média de 2,051 anos está também de acordo com a recomendação para que seja no máximo de 3 anos. De fato, a média de 2,051 é estatisticamente inferior a 3 anos (valor-p = 0,000).

Os códigos de boas práticas de governança corporativa têm enfatizado a necessidade de uma estrutura ideal para o comitê de auditoria, que seja capaz de prestar uma assessoria efetiva ao conselho de administração em assuntos relacionados à transparência na relação da empresa com os *stakeholders*. É recomendado que tal órgão tenha de três a cinco membros. Os números referentes ao comitê de auditoria da empresa brasileira mostram que o número médio de membros (3,376) está dentro do intervalo recomendado de 3 a 5. De fato, este valor médio observado é estatisticamente superior a 3 (valor-p = 0,000) e inferior a 5 (valor-p = 0,000) que são os limites do intervalo recomendado.

Tabela 4

Comparação de médias de práticas de governança corporativa entre valor recomendado e a média obtida das empresas

	N	Média	Valor de referência (recomendado pelos Códigos de boas práticas)	valor-p	Desvio Padrão	Coefficiente de Variação	Mín	Máx
Mandato do Conselho de Administração	1327	1,772	Máximo de 2 anos	0,000	0,587	0,332	1	5
Tamanho do Conselho de Administração	1325	7,672	De 5 a 11 conselheiros	0,000 0,000	2,477	0,323	1	18
Mandato da Diretoria Executiva	1319	2,051	Máximo de 3 anos	0,000	0,746	0,364	1	3
Tamanho do Comitê de Auditoria	603	3,376	De 3 a 5 membros	0,000 0,000	1,043	0,309	1	8
Razão entre número de membros do comitê de auditoria que são conselheiros e o total de membros do comitê de auditoria	602	0,700	1	0,000	0,354	0,506	0	1
Razão entre número de membros independentes e total de membros do comitê de auditoria	602	0,219	0,5	0,000	0,013	1,485	0	1

Nota: valor-p indica a significância da diferença entre a média e o valor de referência (recomendado pelos códigos de boas práticas).

Fonte: *Dados da Pesquisa.*

Por ser um órgão de assessoramento estratégico, recomenda-se que todos os membros do comitê de auditoria sejam conselheiros (IBGC, 2015). Foi encontrada uma média de 0,700 (70,0%) de membros do comitê de auditoria que são conselheiros. Esta média é estatisticamente inferior ao recomendado de 1 (100%), o que demonstra que, em seu conjunto, as empresas brasileiras não estão seguindo esta importante diretriz. Os códigos recomendam, ainda, que ao menos a maioria do comitê de auditoria (50%) seja composta por conselheiros independentes – tidos como aqueles que não têm quaisquer relações que possam influenciar, de forma significativa, a tomada de decisão no melhor interesse da organização (IBGC, 2015). O valor médio de 0,219 membros independentes é estatisticamente inferior ao mínimo recomendado de 0,5 sinalizando que a empresa brasileira também não está conseguindo atingir esta proporção mínima de membros independentes do comitê de auditoria.

Procedeu-se à comparação entre empresas do mercado tradicional e aquelas de segmentos diferenciados, objetivando verificar se, de fato, empresas de segmentos diferenciados apresentam uma mais elevada tendência a adotar melhores práticas de governança corporativa, como sugerido pela Hipótese 2.

A Tabela 5 exibe valores médios de números relativos ao conselho de administração, diretoria executiva, comitê de auditoria e conselho fiscal, fazendo uma comparação entre empresas do mercado tradicional e aquelas de segmentos diferenciados de governança corporativa.

Com relação ao mandato do conselho de administração, observa-se que as empresas de segmentos diferenciados têm média de mandato inferior ao daquelas do mercado tradicional, indicando que realmente as empresas de segmentos diferenciados estão mais atentas às recomendações de boas práticas de governança, como hipotetizado. Na verdade, empresas do

mercado tradicional apresentam média de mandato de 2,09 anos, estatisticamente acima dos 2 anos recomendados. Além da melhor observância à recomendação sobre mandato do conselho de administração, empresas de segmentos diferenciados também apresentam números que sinalizam mais atenção às recomendações com relação a várias outras boas práticas: número de membros do conselho de administração; número de membros independentes do conselho de administração; número de membros externos do conselho de administração;

O número de membros do conselho de administração (tamanho do conselho de administração) é superior em empresas de segmentos diferenciados, sinalizando que estas empresas estão investindo mais na estrutura deste colegiado. Além disso, em consonância com o hipotetizado, empresas de segmentos diferenciados apresentam conselhos de administração com mais membros independentes e com maior presença de membros externos, comparativamente ao mercado tradicional. Também é mais elevada nos segmentos diferenciados B3 a representação de acionistas minoritários no conselho de administração, o que se observa tanto pela quantidade como pela média da proporção de representantes de acionistas minoritários.

O conselho fiscal de empresas de segmentos diferenciados B3 apresenta mais elevada média de representação de acionistas minoritários (quantidade de representantes de acionistas minoritários no conselho fiscal, e razão entre número de representantes de acionistas minoritários e o total de membros no conselho fiscal). Empresas de segmentos diferenciados parecem estar investindo mais para ter um forte conselho fiscal.

Como sugerido, o mandato da diretoria executiva é inferior em empresas de segmentos diferenciados, estando mais próximo da recomendação de no máximo 3 anos. Isto é benéfico à empresa, ao promover avaliações mais frequentes de sua direção. Este conjunto de elementos indica que, de fato, as empresas de segmentos diferenciados estão fazendo um esforço para terem um elenco de práticas de governança corporativa que contribuam para a redução de conflitos de agência.

Merece ser mencionado que, contrariamente ao esperado, não há diferença significativa entre a composição de comitês de auditoria de empresas de segmentos diferenciados B3 e aquelas do mercado tradicional. Adicionalmente, de modo contrário ao esperado, a recomendação sobre a participação de mulheres no conselho de administração é mais observada por empresas do mercado tradicional.

Tabela 5

Comparação de médias de valores associados a práticas de governança corporativa entre empresas do Mercado Tradicional e de Segmentos Diferenciados

	Mercado Tradicional		Segmentos Diferenciados		valor-p
	N	Média	N	Média	
Mandato do conselho de Administração	222	2,090	1105	1,707	0,000
Tamanho do conselho de administração (número de membros)	221	6,805	1104	7,845	0,000
Número de mulheres no conselho de administração	221	0,516	1103	0,353	0,003
Número de membros externos no conselho de administração	221	5,946	1103	7,173	0,000
Número de membros independentes no conselho de administração	220	0,986	1104	2,322	0,000
Número de representantes de acionistas minoritários no conselho de administração	221	1,837	1102	2,479	0,000
Tamanho do conselho fiscal	115	3,573	735	3,696	0,192
Quantidade de representantes de acionistas minoritários no conselho fiscal	115	1,174	735	1,385	0,013
Razão entre número de representantes de acionistas minoritários e o total de membros no conselho fiscal	115	0,319	735	0,379	0,010
Mandato da diretoria executiva	214	2,252	1105	2,013	0,000
Tamanho da diretoria executiva (número de diretores)	221	6,647	1104	6,616	0,958
Número de mulheres na diretoria executiva	221	0,457	1103	0,406	0,428
Tamanho do comitê de auditoria (número de membros)	77	3,311	526	3,386	0,524
Número de conselheiros no comitê de auditoria	76	2,487	526	2,304	0,245
Quantidade de conselheiros independentes no comitê de auditoria	76	0,816	526	0,654	0,289
Razão entre membros independentes e o total de membros no comitê de auditoria	76	0,265	526	0,212	0,300

Fonte: *Dados da Pesquisa.*

A Tabela 6 exibe o teste de proporções comparando o *compliance* das empresas do mercado tradicional e dos segmentos diferenciados B3 com relação a algumas práticas de governança corporativa. O teste qui2 (valor-p = 0,000) mostra que há uma diferença significativa com relação à dualidade de CEO entre empresas do mercado tradicional e as de segmentos diferenciados B3. Observa-se que, como o esperado, a dualidade de CEO ocorre de modo mais pronunciado em empresas do mercado tradicional, uma vez que 25,91% delas ainda mantêm a dualidade, em contraste com somente 7,97% daquelas de segmentos diferenciados de negociação B3. Vale mencionar que a proporção total de empresas que já não usam mais a dualidade (1179 observações; 89,05%) é bem superior que aquela de empresas que ainda mantêm esta situação (145 observações; 10,95%).

Com relação à avaliação da diretoria executiva, pode-se observar que a grande maioria das empresas já adota esta prática (953 observações; 71,76%). Além disto, a proporção de

empresas de segmentos diferenciados que fazem avaliação da diretoria (847 observações; 76,65%) é muito superior que aquela de empresas que não o fazem (258; 23,35%).

Contrariamente ao esperado, a prática não recomendada de ter-se suplentes no conselho de administração é ainda uma realidade para aproximadamente 25% da empresa brasileira. Também no sentido oposto ao esperado, dentre as empresas que ainda adotam a suplência no conselho de administração, 91,94% são de segmentos diferenciados B3.

De um modo geral, observou-se que empresas de segmentos diferenciados apresentam uma mais elevada proporção de presença de comitês de assessoramento ao conselho de administração. Especificamente, os comitês mais frequentemente presentes na empresa brasileira e que, de fato, apresentam uma mais relevante presença em empresas de segmentos diferenciados são: comitê de auditoria, comitê de finanças, comitê de remuneração/nomeação, comitê de risco, comitê de governança, comitê de sustentabilidade, conselho fiscal.

O comitê de auditoria – o mais recomendado pelos códigos de boas práticas de governança corporativa – é o segundo mais frequentemente observado, sendo adotado por 49,77% das empresas brasileiras que é uma fração de empresas não estatisticamente distinta daquelas que não dispõem de tal comitê (50,23%) (valor-p = 0,815, teste z). A diferença de proporção significativa está entre as empresas de segmentos diferenciados e o mercado tradicional. Observa-se que 62,10% das empresas do mercado tradicional não têm comitê de auditoria comparativamente à proporção de somente 37,90% que o têm. A situação se inverte, no entanto, ao observar-se que 52,13% das empresas de segmentos diferenciados têm comitê de auditoria enquanto 47,87% não o têm. Dentre as empresas que têm comitê de auditoria, 87,40% são de segmentos diferenciados.

Tabela 6

Comparação de proporções de práticas de governança corporativa entre empresas do Mercado Tradicional e Segmentos Diferenciados

Prática de governança corporativa	Situação	Mercado Tradicional		Segmento Diferenciado		valor-p
		N	%	N	%	
Há dualidade de CEO	Não	163	74,09	1016	92,03	0,000
	Sim	57	25,91	88	7,97	
Avaliação da Diretoria Executiva	Não	117	52,47	258	23,35	0,000
	Sim	106	47,53	847	76,65	
Presença de suplentes no conselho de administração	Não	194	87,78	796	72,10	0,000
	Sim	27	12,22	308	27,90	
Presença do Comitê de Auditoria	Não	136	62,10	529	47,87	0,000
	Sim	83	37,90	576	52,13	
Presença do Comitê de Finanças	Não	199	90,87	806	72,94	0,000
	Sim	20	9,13	299	27,06	
Presença do Comitê de Remuneração/Nomeação	Não	148	67,58	509	46,06	0,000
	Sim	71	32,42	596	53,94	
Presença do Comitê de Risco	Não	196	89,50	816	73,85	0,000
	Sim	23	10,5	289	26,15	
Presença do Comitê de Governança	Não	206	94,06	882	79,82	0,000
	Sim	13	5,94	223	20,18	
Presença do Comitê de Sustentabilidade	Não	207	94,52	934	84,52	0,000
	Sim	12	5,48	171	15,48	
Conselho Fiscal Instalado	Não	108	48,43	370	33,48	0,000
	Sim	115	51,57	735	66,52	
Conselho Fiscal Permanente	Não	168	75,34	777	70,32	0,131
	Sim	55	24,66	328	29,68	
Conselho Fiscal Avaliado	Não	223	100	1052	95,23	0,001
	Sim	0	0	53	4,80	
Presença de suplentes no conselho de administração	Não	194	87,78	796	72,10	0,000
	Sim	27	12,22	308	27,90	

Nota: Valor-p é o valor de significância para o teste qui2 de diferença de proporções.

Fonte: *Dados da Pesquisa.*

Observa-se que somente 24,09% das empresas brasileiras adotam o comitê de finanças, proporção que é estatisticamente inferior àquelas das empresas que não o implantam (75,91%) (valor-p = 0,000, teste z). Dentro do grupo de empresas que têm comitê de finanças, 93,73% são de segmentos diferenciados B3, mostrando a importância dada a este órgão por empresas que estão fazendo um mais intenso esforço de avanço nas práticas de governança. Situação similar é observada relativamente ao comitê de remuneração/nomeação. Neste caso, a proporção de empresas de segmentos diferenciados que dispõem deste comitê (53,94%) é estatisticamente superior àquela de empresas que não o têm (49,06%) (valor-p = 0,0528, teste z). Já nas empresas do segmento tradicional, a proporção é bem mais elevada (67,58) para aquelas que não têm o comitê de remuneração/nomeação comparativamente a somente 32,42% que o têm.

O quadro relativo à presença dos comitês de risco, de governança, e de sustentabilidade mostra uma superior proporção de empresas que não os adotam. Entretanto, ao analisar-se cada um separadamente vê-se a tendência de mais adoção de cada um dos três por parte de empresas de segmentos diferenciados B3. Das empresas que têm comitê de risco, 92,63% delas é de segmento diferenciado. Das que adotam comitê de governança, 94,49% é de segmento diferenciado. E das que dispõem de comitê de sustentabilidade, 93,44% é de segmento diferenciado B3.

A instalação do conselho fiscal é prática mais frequente em empresas de segmentos diferenciados B3 (64,01%) em contraste com somente 35,99% das empresas do mercado tradicional (valor-p = 0,000, teste z). No coletivo de empresas de segmentos diferenciados, a proporção de empresas que instalam o conselho fiscal (66,52%) é também estatisticamente superior àquela de empresas que não o instalam (33,48%) (valor-p = 0,000, teste z). Seguindo a tendência observada de adoção dos vários comitês, dentre as empresas que instalam o conselho fiscal, 86,47% delas é de segmento diferenciado B3 em contraste com somente 13,53% que são do mercado tradicional que não têm o conselho fiscal instalado.

Com relação ao conselho fiscal em caráter permanente, o quadro não é estatisticamente entre empresas do mercado tradicional e de segmentos diferenciados. A grande maioria de todas as empresas (71,16%) não tem conselho fiscal em caráter permanente. E esta tendência é a mesma, seja no mercado tradicional ou nos segmentos diferenciados. Desta forma, vê-se que a resistência em ter tal órgão de forma permanente ainda é grande para todas as empresas. Uma possível explicação pode também ser a substituição do conselho fiscal pelo comitê de auditoria.

A recomendação de não haver avaliação do conselho fiscal é seguida pela grande maioria das empresas brasileiras (96,01%) frente a um pequeno grupo que adota tal prática (3,99%). Surpreendentemente, a pequena de proporção de empresas que adotam tal prática é de empresas de segmentos diferenciados, e este grupo de empresas centrado nos mercados diferenciados faz com que haja a diferença significativa na proporção de empresas que fazem ou não esta avaliação (valor-p = 0,001, teste qui2).

5 Considerações Finais

Este estudo objetivou analisar o *compliance* da empresa brasileira às boas práticas de governança corporativa. Para a análise, utilizou-se como referência o disposto nos principais códigos de governança corporativa publicados no mercado brasileiro, com destaque para o documento do IBGC. Foi encontrado que, de fato, há uma tendência das empresas brasileiras no sentido de buscar aprimorar seu sistema de governança corporativa através da adoção de boas práticas, apesar de ainda haver possibilidade de avanço. Neste contexto, merece menção o fato de observar-se elevada proporção de empresas contando com comitê de auditoria e conselho fiscal, haver uma superior proporção de empresas que realiza avaliação da diretoria executiva e do conselho de administração, e também haver uma mais elevada proporção de empresas que não permite dualidade entre CEO e presidente do conselho de administração (Chairman). Além disto, são poucas as empresas que ainda têm membros suplentes para o conselho de administração. As médias de mandato do conselho de administração, do tamanho do conselho de administração, do mandato da diretoria executiva, do tamanho do comitê de auditoria, e a razão entre número de membros do comitê de auditoria que são conselheiros e o total de membros do comitê de auditoria estão compatíveis com os valores de referência recomendados pelos Códigos de Boas Práticas no Brasil. Deve-se mencionar também a crescente adoção de mais comitês de assessoramento ao conselho de administração. Estes resultados permitem, em resposta ao problema de pesquisa apresentado, considerar que, em seu

conjunto, a empresa brasileira apresenta uma tendência de adoção de um elenco de boas práticas de governança corporativa recomendadas pelo mercado brasileiro.

Naturalmente, há espaço para melhorias, como pode ser observado na possibilidade de mais implantação de comitês de auditoria e de conselhos fiscais permanentes. Pode estar havendo no Brasil um crescimento dos comitês de auditoria em detrimento dos conselhos fiscais. A independência de membros dos comitês de auditoria também merece ser incrementada. De modo similar, a presença feminina nos conselhos de administração também pode ser incrementada. O crescimento de comitês de assessoramento do conselho de administração também pode contribuir para aprimorar o processo de governança corporativa da empresa brasileira.

O argumento de que a melhor governança corporativa pode estimular sua melhoria constante encontrou amparo no processo de comparação do grau de adesão a boas práticas de governança corporativa entre mercado tradicional e segmentos diferenciados. De fato, empresas que já aderiram voluntariamente a regras mais rígidas de governança corporativa, através de contrato com a B3 para figurar em níveis diferenciados, tendem a continuar aprimorando seu sistema de governança por meio de práticas voluntárias, ao passo em que as empresas de mercado tradicional estão menos inclinadas a isto. Tal propensão ao processo continuado de aprimoramento da governança corporativa pode dever-se à percepção de que, de fato, é verdadeira a proposição de que há uma favorável relação custo-benefício da adoção da governança corporativa, gerando benefícios tais como criação de valor e melhor desempenho econômico financeiro. O conjunto de resultados permite considerar-se que o coletivo de empresas brasileiras está num processo de alinhamento de seus sistemas de governança às boas práticas recomendadas pelo mercado brasileiro e que este processo é mais intenso em empresas de segmentos diferenciados.

Considera-se que este trabalho contribui para os estudos sobre governança corporativa no mercado brasileiro ao avaliar pormenorizadamente o atual cenário da governança corporativa brasileira, bem como traz indicativos acerca da eficácia dos códigos de boas práticas como forma de *soft law*. Os resultados aqui obtidos sobre o cenário de boas práticas de governança corporativa da empresa brasileira permitem ter esta visão geral que aponta esta tendência de observância ao conjunto de práticas recomendadas o que é importante para o conhecimento da academia como também para profissionais do mercado, e gestores e proprietários de empresas. Proprietários e gestores de empresas podem atentar para esta situação e priorizar o processo de aprimoramento da governança de suas empresas uma vez que é forte a competição e não é recomendável uma empresa estar muito aquém das demais no que se refere a seu conjunto de práticas de gestão e governança.

Como perspectivas de trabalhos a continuação deste, vislumbramos a possibilidade de avaliarem-se fatores determinantes específicos de determinadas práticas que podem estar mais associadas a empresas com determinadas características. Também é interessante avaliar os efeitos de práticas específicas de governança sobre o desempenho ou capacidade de financiamento da empresa. Dentro do contexto da pesquisa sobre avaliação de governança corporativa, pode-se também avaliar a relevância destas práticas, mais recomendadas e adotadas, dentro dos índices de avaliação de governança corporativa.

Referências

- Abbott, K. W., & Snidal, D. (2003). Hard and Soft Law in International Governance. *International Organization*, 54(3), 421-456. doi: 10.1162/002081800551280
- Abbud, A. A. C. (2014). *Soft law e produção de provas na arbitragem internacional* (Vol. 1). São Paulo: Atlas.
- Aguilera, R. V., & Cuervo-Cazurra, A. (2004). The Spread of Codes of Good Governance Worldwide: What's the Trigger? *Organization Studies*, 25(3), 415.
- Aguilera, R. V., & Cuervo-Cazurra, A. (2009). Codes of Good Governance. *Corporate Governance: An International Review*, 17(3), 376–387.
- Aguilera, R. V., & Jackson, G. (2003). The cross-national diversity of corporate governance: dimensions and determinants. *Academy of Management Review*, 28(3), 447–465.
- Albuquerque, R. C. (2008). A proteção Ao investidor no código de governança corporativa alemão. *Revista Direito GV*, 4(1), 29-48. doi: <http://dx.doi.org/10.1590/S1808-24322008000100003>
- Alves, C., & Mendes, V. (2004). Corporate Governance Policy and Company Performance: the Portuguese case. *Corporate Governance: An International Review*, 12(3), 290-301. doi: [doi:10.1111/j.1467-8683.2004.00370.x](http://dx.doi.org/10.1111/j.1467-8683.2004.00370.x)
- Aras, G., & Furtuna, O. K. (2015). Does Governance Efficiency Affect Equity Agency Costs? Evidence from Borsa Istanbul. *Emerging Markets Finance & Trade*, 51, S84–S100. doi: [10.1080/1540496X.2014.998944](http://dx.doi.org/10.1080/1540496X.2014.998944)
- Azeez, A. A. (2015). Corporate governance and firm performance: evidence from Sri Lanka. *Journal of Finance and Bank Management* 3(1), 180-189. doi: <http://dx.doi.org/10.15640/jfbm.v3n1a16>
- Bertucci, J. L. d. O., Bernardes, P., & Brandão, M. M. (2006). Políticas e práticas de governança corporativa em empresas brasileiras de capital aberto. *Revista de Administração - RAUSP*, 41(2), 183-196.
- Black, B. S., Jang, H., & Kim, W. (2006). Does Corporate Governance Predict Firms' Market Values? Evidence from Korea. *Journal of Law, Economics and Organization*, 22(2), 366-413. doi: [10.1093/jleo/ewj018](http://dx.doi.org/10.1093/jleo/ewj018)
- Brandão, I. F., & Crisóstomo, V. L. (2015). Concentração de propriedade e qualidade da governança da empresa brasileira. *Revista Brasileira de Finanças*, 13(3), 438-469.
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2013). *Princípios de Finanças Corporativas*. (10 ed.): McGraw-Hill Interamericana.
- Brick, I. E., & Chidambaran, N. K. (2010). Board meetings, committee structure, and firm value. *Journal of Corporate Finance*, 16(4), 533-553. doi: <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2010.06.003>
- Burton, P. (2000). Antecedents and Consequences of Corporate Governance Structures. *Corporate Governance: An International Review*, 8(3), 194-203. doi: [doi:10.1111/1467-8683.00198](http://dx.doi.org/10.1111/1467-8683.00198)
- Carvalho, A. G. (2002). Governança corporativa no Brasil em perspectiva. *Revista de Administração da Universidade de São Paulo*, 37(3).

- Cooper, D. R., & Schindler, P. S. (2011). *Métodos de pesquisa em administração*. (10 ed.). Porto Alegre: Bookman.
- Creswell, John W. (2010). *Projeto de pesquisa: métodos qualitativo e quantitativo*. (3 ed.). Porto Alegre: Artmed.
- Crisóstomo, V. L., & Melo Júnior, C. V. (2015). Uma análise comparativa de indicadores financeiros entre empresas listadas em segmentos diferenciados bovespa e as do mercado tradicional. *Perspectivas Contemporâneas*, 10(3), 15-34.
- Cuomo, F., Mallin, C., & Zattoni, A. (2016). Corporate Governance Codes: A Review and Research Agenda. *Corporate Governance: An International Review*, 24(3), 222-241. doi: doi:10.1111/corg.12148
- Drobetz, W., Schillhofer, A., & Zimmermann, H. (2004). Corporate Governance and Expected Stock Returns: Evidence from Germany. *European Financial Management*, 10(2), 267-293. doi: doi:10.1111/j.1354-7798.2004.00250.x
- Duru, A., Iyengar, R. J., & Zampelli, E. M. (2016). The dynamic relationship between CEO duality and firm performance: The moderating role of board independence. *Journal of Business Research*, 69(10), 4269-4277. doi: https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2016.04.001
- Efigênia, A. S. F. M. (2015). O princípio “comply or explain” e a “soft law”. *Revista Eletrônica de Direito*, 1.
- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency Theory: An Assessment and Review. *The Academy of Management Review*, 14(1), 57-74.
- Elsayed, K. (2007). Does CEO Duality Really Affect Corporate Performance? *Corporate Governance: An International Review*, 15(6), 1203-1214. doi: doi:10.1111/j.1467-8683.2007.00641.x
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, 26(2), 301-325.
- Fan, S. Z., & Yu, L. (2016). Variation in Corporate Governance and Firm Valuation – an International Study. *International Review of Finance*, 16(4), 525-563. doi: 10.1111/irfi.12096
- Fernandes, N. A. C., Dias, W. O., & Cunha, J. V. A. (2010). Governança Corporativa no Contexto Brasileiro: um Estudo do Desempenho das Companhias listadas nos Níveis da BM&FBOVESPA. *Revista Organizações em Contexto*, 6(11), 22-44. doi: http://dx.doi.org/10.15603/1982-8756/roc.v6n11p22-44
- Fonseca, C. V. C., & Silveira, R. L. F. (2016). Corporate Governance and Cost of Debt: evidences among brazilian listed companies. REAd. *Revista Eletrônica de Administração*, 22(1), 106-133. doi: http://dx.doi.org/10.1590/1413-2311.016162016.62739
- Franco, J. B., & Montalván, S. M. (2010). Governance codes: facts or fictions? a study of governance codes in colombia^{1,2}. *Estudios Gerenciales*, 26(117), 85-102. doi: https://doi.org/10.1016/S0123-5923(10)70135-2
- Goncharov, I., Werner, J. R., & Zimmermann, J. (2006). Does Compliance with the German Corporate Governance Code Have an Impact on Stock Valuation? An empirical analysis. *Corporate Governance: An International Review*, 14(5), 432-445. doi: doi:10.1111/j.1467-8683.2006.00516.x
- Gray, D. E. (2012). *Pesquisa no mundo real*. (2 ed.). Porto Alegre: Penso.

- Guest, P. M. (2008). The determinants of board size and composition: Evidence from the UK. *Journal of Corporate Finance*, 14(1), 51-72. doi: <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2008.01.002>
- Haniffa, R., & Hudaib, M. (2006). Corporate Governance Structure and Performance of Malaysian Listed Companies. *Journal of Business Finance & Accounting*, 33(7-8), 1034-1062. doi: [doi:10.1111/j.1468-5957.2006.00594.x](https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.2006.00594.x)
- Henry, D. (2010). Agency costs, ownership structure and corporate governance compliance: A private contracting perspective. *Pacific-Basin Finance Journal*, 18(1), 24-46. doi: [10.1016/j.pacfin.2009.05.004](https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2009.05.004)
- Hooghiemstra, R., & van Ees, H. (2011). Uniformity as response to soft law: Evidence from compliance and non-compliance with the Dutch corporate governance code. *Regulation & Governance*, 5(4), 480-498. doi: [doi:10.1111/j.1748-5991.2011.01118.x](https://doi.org/10.1111/j.1748-5991.2011.01118.x)
- IBGC. (2015). *Caderno de Governança Corporativa - Boas Práticas de Governança Corporativa para Sociedades de Economia Mista*. (1 ed., Vol. 1, pp. 39). São Paulo: Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC).
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Keay, A. (2014). Comply or explain in corporate governance codes: in need of greater regulatory oversight? *Legal Studies*, 34(2), 279-304. doi: [doi:10.1111/lest.12014](https://doi.org/10.1111/lest.12014)
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., & Shleifer, A. (2008). The Economic Consequences of Legal Origins. *Journal of Economic Literature*, 46(2), 285-322. doi: [10.1257/jel.46.2.285](https://doi.org/10.1257/jel.46.2.285)
- Lima, S. H. O., Oliveira, F. D., Cabral, A. C. A., Santos, S. M., & Pessoa, M. N. M. (2015). Governança corporativa e desempenho econômico: uma análise dos indicadores de desempenho entre os três níveis do mercado diferenciado da BM&FBOVESPA. *REGE - Revista de Gestão*, 22(2), 187-204. doi: <https://doi.org/10.5700/rege558>
- Liu, J. (2017). Globalisation of Corporate Governance Depends on Both Soft Law and Hard Law. In J. J. du Plessis & C. K. Low (Eds.), *Corporate Governance Codes for the 21st Century* (pp. 275-294): Springer International Publishing.
- Macedo, M. A. S., & Corrar, L. J. (2012). Análise comparativa do desempenho contábil-financeiro de empresas com boas práticas de governança corporativa no Brasil. *Revista Contabilidade e Controladoria*, 4(1), 42-61.
- Martins, G. A., & Theóphilo, C. R. (2009). *Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas*. (2 ed.). São Paulo: Atlas.
- Matos, P. (2017). *Uma Avaliação de "Dual Class Shares" no Brasil: Um Estudo da Reforma do Novo Mercado*: CFA Institute.
- Nascimento, F. S. P., Moura, A. A. F., De Luca, M. M. M., & Vasconcelos, A. C. (2013). Práticas de governança corporativa dos conselhos de administração das empresas do novo mercado da BM&FBOVESPA. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, 3(3), 148-169.
- Parisi, F., Mathur, I., & Nail, L. (2009). Minority Stockholders' Protection in a New Corporate Control Law: Market Implications in an Emerging Economy. *Emerging Markets Finance & Trade*, 45(6), 4-19. doi: [10.2753/REE1540-496X450601](https://doi.org/10.2753/REE1540-496X450601)

- Procianoy, J. L., & Verdi, R. (2009). Adesão aos novos mercados da BOVESPA: Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2 - determinantes e consequências. *Revista Brasileira de Finanças*, 7(1), 107-136.
- Rejchrt, P., & Higgs, M. (2015). When in Rome: How Non-domestic Companies Listed in the UK May Not Comply with Accepted Norms and Principles of Good Corporate Governance. Does Home Market Culture Explain These Corporate Behaviours and Attitudes to Compliance? *Journal of Business Ethics*, 129(1), 131-159. doi: 10.1007/s10551-014-2151-6
- Roe, M. J. (2008). *The Institutions of Corporate Governance*. In C. Ménard & M. M. Shirley (Eds.), *Handbook of New Institutional Economics* (pp. 371-399). Berlin, Heidelberg: Springer Berlin Heidelberg.
- Rossoni, L., & Machado-da-Silva, C. L. (2010). Institucionalismo organizacional e práticas de Governança Corporativa. *Revista de Administração Contemporânea*, 14(ed. especial), 173-198. doi: <http://dx.doi.org/10.1590/S1415-65552010000600008>
- Salterio, S. E., Conrod, J. E. D., & Schmidt, R. N. (2013). Canadian Evidence of Adherence to “Comply or Explain” Corporate Governance Codes: An International Comparison. *Accounting Perspectives*, 12(1), 23-51. doi: doi:10.1111/1911-3838.12006
- Sampieri, R. H., Collado, C. F., & Lucio, P. B. (2013). *Metodologia de pesquisa*. (5 ed.). São Paulo: McGraw-Hill.
- Seidl, D. (2007). Standard Setting and Following in Corporate Governance: An Observation-Theoretical Study of the Effectiveness of Governance Codes. *Organization*, 14(5), 705-727. doi: 10.1177/1350508407080316
- Sonza, I. B., & Kloeckner, G. O. (2014). A Governança Corporativa Influencia a Eficiência das Empresas Brasileiras? *Revista Contabilidade & Finanças*, 25(65), 145-160. doi: <https://doi.org/10.1590/S1519-70772014000200005>
- Spira, L. F., & Bender, R. (2004). Compare and Contrast: perspectives on board committees. *Corporate Governance: An International Review*, 12(4), 489-499. doi: 10.1111/j.1467-8683.2004.00389.x
- Srour, G. (2005). Práticas diferenciadas de governança corporativa: um estudo sobre a conduta e a performance das firmas brasileiras. *Revista Brasileira de Economia*, 59(4). doi: <http://dx.doi.org/10.1590/S0034-71402005000400006>
- Terra, P. R. S., & Lima, J. B. N. (2006). Governança corporativa e a reação do mercado de capitais à divulgação das informações contábeis. *Revista contabilidade & Finanças*, 17(42), 35-49. doi: 10.1590/rcf.v17i42.34203
- Zattoni, A., & Cuomo, F. (2008). Why Adopt Codes of Good Governance? A Comparison of Institutional and Efficiency Perspectives. *Corporate Governance: An International Review*, 16(1), 1-15. doi: doi:10.1111/j.1467-8683.2008.00661.x
- Zhu, F. (2014). Corporate Governance and the Cost of Capital: An International Study. *International Review of Finance*, 14(3), 393-429. doi: 10.1111/irfi.12034