

Lindenberg Araújo Aragão
Universidade de Fortaleza
l.aragao@superig.com.br

Oderlene Vieira de Oliveira
Universidade de Fortaleza
Oderlene@hotmail.com

Vera Maria Rodrigues Ponte
Universidade Federal do Ceará
vponte@fortalnet.com.br

Governança Corporativa: barreiras à adoção das melhores práticas

RESUMO

É sabido que um bom sistema de governança gera impacto positivo no desempenho das organizações, o que parece refletir-se nas empresas brasileiras, a julgar pela crescente adesão ao Novo Mercado e aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa), que entre 2006 e 2007 cresceu 65,9% (BOVESPA, 2008). Apesar dessa aparente euforia, das 449 empresas listadas nos diversos segmentos da Bovespa, 292 (65%) pertencem ao mercado tradicional, cujas exigências atêm-se tão-somente às regras definidas em lei e regulamentadas pela Companhia de Valores Mobiliários (BOVESPA, 2007a). Em virtude desses fatos, realizou-se pesquisa procurando-se identificar as principais barreiras que impedem as empresas brasileiras de aderir às melhores práticas de governança corporativa. Com tal propósito, foi aplicado questionário junto aos membros da Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais (Apimec). Como técnicas de análise, foram adotados métodos descritivos e a distribuição normal. Dentre as principais barreiras apontadas na literatura, os analistas consultados entendem como as mais restritivas: necessidade de sigilo nas decisões estratégicas; tag-along; resistência cultural a medidas que visam garantir maior transparência; demonstrações contábeis usando normas do US-GAAP, do IAS-GAAP ou da IFRS; apego à propriedade e ao controle, para manutenção do poder e do status; e free float de 25% – manutenção de parcela mínima de ações em circulação, correspondente a 25% do capital.

Palavras-chave: Governança Corporativa. Barreiras. Melhores Práticas.

1 Introdução

Nos últimos vinte anos, a discussão sobre a necessidade de adoção de boas práticas de governança corporativa tem sido um dos temas centrais no meio corporativo. É crescente o número de empresas dispostas a aderir às melhores práticas de Governança Corporativa.

O movimento da governança corporativa teve início nos Estados Unidos e no Reino Unido, na segunda metade da década de 80, em resposta a rumores escândalos financeiros, gerando pressões de acionistas, grupos de investidores, fundos de pensão e outros grupos de interesse. Nos anos 90, os escândalos financeiros de repercussão internacional, culminando com os casos Enron e WorldCom, no início da presente década, mostraram a necessidade de serem adotadas novas práticas de gestão, de forma a assegurar maior transparência, segurança e credibilidade ao mercado de capitais.

Neste início de século, a governança corporativa vem sendo objeto de estudos em vários países e também por organizações multilaterais que (ANDRADE; ROSSETTI, 2006), vêm na governança corporativa e em seus princípios, práticas, institutos legais e regulatórios um caminho que pode levar ao fortalecimento do mercado de capitais e, conseqüentemente, a um maior crescimento econômico.

O movimento pela governança corporativa é recente no país. Teve início em 1995, com a criação do Instituto Brasileiro de Conselhos de Administração (IBCA). Em 1999, o IBCA ampliou seus objetivos, alterou sua denominação para Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) e lançou o Código Brasileiro das Melhores Práticas de

Governança Corporativa. No ano 2000 o IBGC viria a ganhar força com a criação do Novo Mercado e dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da Bovespa, distribuídos nos Níveis 1 e 2.

Esses movimentos parecem ter incentivado as empresas brasileiras a aderir aos segmentos diferenciados da Bovespa, a julgar pelos números registrados pela instituição (BOVESPA, 2008), que revelam um crescente aumento na adesão de empresas aos Níveis Diferenciados 1 e 2, com destaque para o desempenho observado em 2007, período em que se registrou um aumento de 65,9%, em relação a 2006, saltando de 94 para 156 adesões.

Observa-se, ainda, que um elevado número de empresas permanece no mercado tradicional, no qual, diferentemente do que ocorre com aquelas que aderiram aos Níveis Diferenciados, apenas cumprem as regras de listagem da CVM, não sendo, em tese, usuárias de Melhores Práticas de Governança Corporativa (MPGC). Segundo dados da Bovespa (2007a), das 449 empresas listadas até fevereiro do ano em curso, 292 encontravam-se no mercado tradicional, o que corresponde a 65% daquele total.

Pesquisas realizadas por La Porta et al. (1997; 2002) e Black (2000) confirmam haver correlação positiva entre boas práticas de governança e desenvolvimento do mercado de capitais, isto é, mercados com bons padrões de proteção a investidores estão associados a uma boa governança. Por esse raciocínio, um forte mercado de capitais pressupõe adequados níveis de proteção aos acionistas minoritários, proporcionando-lhes uma boa informação sobre o valor de mercado da organização, de modo a garantir mais tranquilidade e segurança em relação aos seus direitos.

Importantes estudos acerca da adoção de MPGV no país têm revelado que a migração para o Novo Mercado e para os Níveis Diferenciados gera impacto sobre a valorização das ações (existência de retornos anormais positivos), levando a resultados diferenciados de rentabilidade, com aumento do volume de negociação e a liquidez, assim como a uma possível redução do impacto da volatilidade macroeconômica (SROUR, 2002, p. 638; CARVALHO, 2003, p. 13; VIEIRA; MENDES, 2004, p. 112; ROGERS et al., 2005, p. 14; ROGERS, 2006, p. 119; QUENTAL, 2007, p. 48).

Esse cenário induz à conclusão de que se por um lado a observância de MPGC traz tantos benefícios às empresas, por outro, há barreiras que as impedem de adotar essas mesmas práticas. Esses aspectos levam ao seguinte questionamento: Quais as barreiras à adoção de MPGC pelas empresas brasileiras? Para responder ao problema de estudo, procedeu-se a pesquisa exploratório-descritiva, com aplicação de questionário junto aos membros da Apimec Nordeste. Como técnicas de análise, foram adotados métodos descritivos (medidas de tendência central e de dispersão) e a distribuição normal.

A pesquisa está estruturada em cinco partes: a primeira parte trata da revisão da literatura sobre governança corporativa; a segunda aborda os aspectos metodológicos considerados relevantes; a terceira expõe os estudos de caso; a quarta concentra-se na análise dos dados na discussão dos resultados; e a quinta apresenta a conclusão.

2 Governança corporativa: importância e atualidade do tema

Nos últimos vinte anos, a discussão sobre a necessidade de adoção de MPGC tem sido um dos assuntos preferidos no meio corporativo. Segundo Andrade e Rossetti (2006), o tema não é passageiro, e a cada dia ganha maior importância, com clara tendência de se disseminar.

Acredita-se que a governança corporativa passou a despertar interesse a partir dos anos 30, em decorrência dos estudos de Berle e Means (1987) em empresas americanas. Após cinco décadas de esquecimento, o tema voltou a ganhar importância, dessa vez, porém, devido

à onda de escândalos financeiros ocorridos nos Estados Unidos e na Europa nas décadas de 80 e 90, culminando com os casos Enron e WorldCom, no início da presente década. Foi nesse período de quase três décadas que mais se desenvolveu uma luta concreta pelo fortalecimento e implementação de MPGC.

Talvez por sua magnitude – envolvendo um prejuízo de US\$32 bilhões, com a queda do valor das ações, além de um prejuízo de US\$1 bilhão do fundo de pensão dos funcionários (BERGAMINI JÚNIOR, 2002, p. 82) –, o caso Enron seja um dos mais comentados, tanto em publicações acadêmicas, quanto na imprensa. Bergamini Júnior (2002) relata que tanta evidência ao caso Enron deve-se a várias razões, destacando-se que: a) a Enron constituiu a maior concordata no mercado de capitais dos Estados Unidos. Por ser uma das maiores corporações americanas e conservar uma imagem de empresa modelo, sua derrocada causou grande impacto na credibilidade do mercado de capitais americano; e b) houve claras evidências da participação da Arthur Anderson (empresa de auditoria independente) nas fraudes contábeis. Abordando o assunto, Byrnes et al. (2001, p. 1) explanam que “a equipe financeira interna da Enron era administrada por ex-sócios da empresa de auditoria Arthur Anderson, ou seja, as práticas contábeis resumiam-se a simples ações entre amigos”.

Outros casos em que se verificou a ausência dos princípios básicos de boas práticas foram citados por Lodi (2000, p. 38), como, por exemplo, a divulgação de um relatório do grupo de pesquisa Investor Responsibility Research Center (IRRC), segundo o qual, em apenas 25% das grandes empresas norte-americanas o Conselho de Administração é formado por maioria de membros independentes, enquanto muitas outras empresas mantêm conselheiros com mandatos inamovíveis por vários anos, além do que, nos EUA, 80% das empresas onde há conselho, o *chairman* ainda acumula a presidência da organização, o que não é considerado bom indicador da independência do Conselho de Administração.

No Brasil, ocorreram alguns casos que foram menos evidentes, como, por exemplo, a quebra de grandes bancos como o Nacional, o Econômico e o Bamerindus – todos liquidados por determinação do Banco Central, em virtude de sérios problemas envolvendo acionistas e Conselhos de Administração. Lodi (2000, p. 37) explica que “um dos graves erros encontrados foi a constatação de que no falido Banco Nacional todo o Conselho era composto por pessoas do mesmo sobrenome.”

Pesquisa conduzida pela McKinsey & Company (2002, p. 12) aplicou uma *survey* junto a 201 investidores que aplicam em média US\$2 trilhões. A pesquisa foi realizada em abril e maio de 2002, em 31 países da Ásia, Europa, América Latina, Oriente Médio e América do Norte, para saber as opiniões de investidores sobre a importância e os benefícios em relação à governança corporativa. A pesquisa revelou que 83% dos respondentes atribuem graus variados de importância (26%, pouco importante; 34%, importante; e 23%, extremamente importante) à governança corporativa, enquanto apenas 11% não a vêem como peça importante no processo de desenvolvimento das nações.

A importância de uma boa governança assume relevância ao se imaginar que o caso Eron poderia ter sido evitado, bastando para isso que fosse respeitado um dos princípios básicos da boa governança corporativa: a transparência. Dessa forma os acionistas, funcionários e demais interessados acessariam a contabilidade da empresa, e os seus problemas seriam detectados e, quem sabe, solucionados ainda no nascedouro.

Andrade e Rossetti (2005) acreditam que o movimento por MPGC, iniciado em meados da década de 90, já atingiu sua maturidade e se prepara para estabelecer suas regras e instalar mecanismos capazes de extirpar condutas inadequadas por parte dos gestores. Dentre elas, as que desdenham dos direitos dos acionistas minoritários, tratando-os não como sócios que acompanham a evolução dos mercados, para avaliar riscos e resultados, mas como

simples especuladores, que simplesmente acompanham sem muito interesse as notícias do mercado.

Dessa forma, o objetivo da governança corporativa assume grande importância estratégica, na medida em que trabalha não somente no intuito de garantir que as decisões corporativas serão tomadas no mais estrito interesse dos investidores, de modo a assegurar que os fornecedores do capital obtenham o máximo retorno de seus investimentos (SHLEIFER; VISHNY, 1996, p. 2), mas caminha também na direção de garantir equidade de direitos entre os acionistas, bem como para uma maior conciliação de interesses dos proprietários com os de outros agentes alcançados por suas decisões.

3 Evidências da relação *desenvolvimento do mercado de capitais x crescimento econômico x MPGC*

A idéia da existência da relação entre desenvolvimento financeiro e crescimento econômico é histórica (CASAGRANDE NETO et al., 2002), e, apesar de ser uma hipótese muito antiga, somente na década de 90 começou a receber maior atenção dos pesquisadores, e vem sendo objeto de grande número de estudos. Na maioria deles, a hipótese levantada é de que o desenvolvimento financeiro é fator de crescimento econômico. Reis e Valadares (2004) confirmam essa hipótese e asseveram que “um sistema financeiro mais desenvolvido diminui os custos de transação, os custos de informação, permite maior diversificação de risco e provê maior liquidez aos agentes”.

Nessa linha de pensamento, Levine (1996), Levine e Zerbos (1996), em pesquisa realizada em vários países, concluíram que há uma relação direta entre qualidade do sistema financeiro e crescimento econômico, com evidências de que as taxas de crescimento de determinado período podem ser explicadas pelo nível de desenvolvimento do mercado de capitais observado no mesmo período.

Rocca (2001) corrobora o pensamento de Levine (1996) e vai além, ao afirmar que o desenvolvimento financeiro é importante fator de crescimento econômico e tem acumulado evidência empírica convincente, sustentando inclusive relação causal.

Por outro lado, estudos têm comprovado o impacto positivo da utilização de boas práticas de governança corporativa (LA PORTA, 1997, 2002; STULZ, 1999; CARVALHO, 2003; ROGERS et al., 2005; ANDRADE; ROSSETTI, 2006; BRIDGER, 2006; ROGERS, 2006; CICOGNA, 2007; IBGC, 2006; MELLO, 2007; NARDI; NAKAO, 2006; QUENTAL, 2007) e os benefícios advindos dessas práticas, como, por exemplo, a redução do custo de capital; os efeitos positivos sobre o valor das empresas; a melhora da imagem institucional das empresas; a maior facilidade de acesso ao crédito; e a diminuição da exposição de retornos das ações das empresas a fatores macroeconômicos.

Para Andrade e Rossetti (2006), boas práticas de governança corporativa promovem a confiança e contribuem para que os resultados corporativos sejam menos voláteis, levando à maximização da criação de valor e à harmonização de interesses, favorecendo a canalização de recursos para o mercado de capitais, e, em consequência produz um círculo virtuoso de impactos macroeconômicos.

Além de todas essas evidências, deve-se acrescentar a posição da Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD), que vê a implementação de MPGC nas empresas como instrumento do desenvolvimento sustentável na dimensão social, econômica e social nas nações (OECD, 2000, p. 16).

A teoria econômica básica destaca três fatores que promovem o crescimento econômico das nações: instituições estimulantes e confiáveis, bons fundamentos

macroeconômicos e disponibilidade de recursos competitivos. Mas agora, para fazer frente às ocorrências recentes que vêm abalando o mundo corporativo, boas práticas de governança corporativa surgem como um dos complementos aos três fatores econômicos, formando um conjunto capaz de gerar um clima de negócios saudável, evitando abusos de poder e fraudes corporativas (ANDRADE; ROSSETTI, 2006, p. 325).

Desse modo, torna-se possível inferir que há forte associação entre desenvolvimento do mercado de capitais e crescimento econômico e boas práticas de governança corporativa.

4 Barreiras a vencer para implementação de MPGC

Um dos pontos mais estudados e aceitos como verdadeiros sobre governança corporativa, diz respeito aos benefícios que são agregados às empresas que se utilizam das MPGC. Estudos, nacionais e internacionais, como os já citados na seção anterior, comprovaram, ainda que de forma empírica, esse fato.

Em se tratando de teoria, tem-se como pressuposto que um bom sistema de governança corporativa fortalece as empresas, é fator de criação de valor, torna os resultados das ações menos voláteis, aumenta a confiança e a disposição dos investidores no mercado acionário e, em consequência, fortalece o mercado de capitais e o crescimento econômico (MONFORTE apud ANDRADE; ROSSETTI, 2006, p. 18; BOVESPA, 2007a, p. 1).

Algumas iniciativas institucionais e governamentais têm incentivado as empresas à adoção de MPGC, como, por exemplo, o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC, as recomendações da CVM, a Nova Lei das Sociedades Anônimas e a criação do Novo Mercado da Bovespa.

“O Novo Mercado foi criado no final do ano 2000, com o objetivo de proporcionar um ambiente de negociação que estimulasse, ao mesmo tempo, o interesse dos investidores e a valorização das companhias” (BOVESPA, 2007c). Entretanto, logo se percebeu que as regras para adesão a esse nível eram muito restritivas, como, por exemplo, a exigência de apenas uma classe de ações ordinárias com direito a voto. Buscando uma solução, a Bovespa criou duas outras opções para adesão voluntária – os Níveis 1 e 2 de Governança Corporativa (CARVALHO, 2002, p. 28).

Dessa forma, segundo a Bovespa (2007c), o propósito era oferecer opção para as empresas aderirem às melhores práticas de forma gradual, isto é, o Nível 1 seria o de menor exigência. No Nível 2 as companhias se comprometiam a cumprir, além das regras do Nível 1, um conjunto mais amplo de práticas de governança relativas aos direitos societários dos acionistas minoritários. O Novo Mercado seria o segmento no qual as exigências atingiriam o nível máximo.

Deve-se ainda considerar o mercado tradicional, segmento com regras de listagem definidas em lei e regulamentadas pela CVM. São, assim, estabelecidos quatro graus de exigência: o mercado tradicional, o Nível 1, o Nível 2 e o Novo Mercado. Segundo a Bovespa (2008), as empresas listadas para negociação em mercado de bolsa em fevereiro do ano em curso totalizaram 449. A Tabela 1 apresenta a distribuição dessas empresas de acordo com os mercados citados.

Tabela 1 – Mercados de Listagem da Bovespa em Fevereiro/2008

Mercado	Quantidade	Participação (%)
Tradicional	292	65,0
Novo Mercado	93	20,7
Nível 2	20	4,5
Nível 1	44	9,8
Total	449	100,0

Fonte: Elaborado pelos autores, com dados da Bovespa (2008).

Não se pode dizer que fracassaram os incentivos da Bovespa para adoção de MPGC pelas empresas. Ao contrário, continua havendo adesão crescente aos segmentos especiais da Bovespa. Contudo, mesmo com todas essas evidências, ainda é grande o número de empresas listadas no mercado tradicional (65% do total), como se observa na Tabela 1.

Levantamento realizado por Andrade e Rossetti (2006) comprova a baixa adesão das companhias do mercado tradicional aos segmentos diferenciados. Os autores constataram que no final de 2005, a maioria das empresas que migraram eram oriundas de empresas que abriam seu capital, aderindo ao Novo Mercado, e que para cada dezena de empresas listadas no mercado tradicional, menos de duas aderiram aos segmentos diferenciados.

De acordo com pesquisa realizada por Carvalho (2002, p. 30), essa baixa adesão está relacionada a fatores como a necessidade de alto sigilo de informações (baixo *disclosure*) e o elevado custo de manutenção de uma companhia aberta. Oliveira (2007, p. 26) menciona que as despesas com a manutenção de uma companhia aberta podem alcançar a média anual de um milhão de dólares.

Peixe (2003, p. 87) realizou uma pesquisa procurando identificar se as empresas que estão no Nível 1 de governança corporativa efetivamente pretendem migrar para o Novo Mercado, diretamente, ou via Nível 2. Menciona haver identificado os principais obstáculos ou barreiras que impossibilitam as empresas de migrar para níveis mais elevados de mercado, destacando-se: a) emissão apenas de ações ordinárias, com 87,5%; b) direito de voto às ações preferenciais em materiais de alto impacto, com 61,9%; c) adesão à câmara de arbitragem, com 52,4%; e d) o *tag-along*, com 52,4%.

Com relação ao obstáculo apontado pelo maior número de respondentes – emissão apenas de ações ordinárias –, trata-se de indicador que reflete o receio de perda do controle ocasionado pelo compartilhamento de poder. A propósito desse resultado obtido por Peixe (2003), Gorga (2004, p. 320) explica que o apego à propriedade e ao controle está ligado às normas informais da cultura brasileira e às formas tradicionais de manutenção de poder e *status*. Segundo Gorga (2004), essas características levam os acionistas controladores brasileiros a sentir-se donos exclusivos das empresas, mesmo havendo uma significativa parcela do capital nas mãos dos acionistas minoritários. Assim, acionistas controladores acham que não há razão para revelar suas operações ou “planos estratégicos”.

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

Já em relação ao direito de voto às ações preferenciais em materiais de alto impacto, segunda posição na pesquisa de Peixe (2003), com 61,9%, explica-se pela relação com uma

das principais características das companhias abertas brasileiras, que é o alto índice de emissão de ações sem direito a voto (preferenciais). Permitida por lei, essa manobra atua como principal mecanismo de separação entre a propriedade e o controle das companhias, aumentando o incentivo para a expropriação dos minoritários (LEAL, et al, 2002, p. 8). Assim, abrir mão dessa prerrogativa, na visão dos empresários, constitui uma barreira à adoção de MPGC.

Com relação ao *tag-along*, quarto lugar na pesquisa de Peixe (2004), com 52,4%, apresenta-se como uma barreira pela grande dificuldade de sua consecução. Vale salientar também outras barreiras citadas na literatura que podem constituir fatores limitantes à migração aos segmentos diferenciados da Bovespa: a) *free float* de 25% – manutenção de parcela mínima de ações em circulação, correspondente a 25% do capital; b) observância das regras de *lock-up period*; c) Conselho de Administração – no mínimo 1/5 dos membros deverão ser independentes; d) Conselho de Administração com no mínimo cinco membros (PEIXE, 2003; IBGC, 2004; BOVESPA, 2007c).

5 Metodologia

No processo de construção do conhecimento científico desta pesquisa, foi realizado um estudo exploratório, delineado por pesquisa bibliográfica sobre governança corporativa, enfocando-se as barreiras à adoção de melhores práticas. O embasamento teórico possibilitou, inicialmente, a identificação de dezoito barreiras, que, após um refinamento (eliminação de fatores com significados similares), resultou em treze itens (Quadro 1).

Barreiras à Adesão às Melhores Práticas de Governança Corporativa
1. Emissão apenas de ações ordinárias
2. Direito de voto às ações preferenciais em matérias de alta relevância
3. Adesão à câmara de arbitragem para solução de conflitos societários
4. <i>Tag-along</i>
5. <i>Free float</i> de 25% – manutenção de parcela mínima de ações em circulação, correspondente a 25% do capital
6. Restrições à negociação de ações por parte de administradores e controladores – observância das regras de <i>lock-up period</i>
7. Conselho de Administração – no mínimo 1/5 dos membros deverão ser independentes
8. Conselho de Administração com no mínimo cinco membros
9. Elevação dos custos
10. Necessidade de sigilo nas decisões estratégicas
11. Demonstrações contábeis usando normas do US-GAAP, do IAS-GAAP ou da IFRS
12. Resistência cultural a medidas que visam garantir maior transparência
13. Apego à propriedade e ao controle para manutenção do poder e <i>status</i>

Quadro 1 – Barreiras à adoção de melhores práticas de governança corporativa. Fonte: Dados da pesquisa.

Na seqüência, procedeu-se à pesquisa de campo, empreendida em duas fases. Na primeira fase, procurou-se validar e complementar, junto a especialistas do mercado de capitais, as barreiras identificadas na literatura. Também, nesse momento, realizou-se o pré-teste do instrumento de pesquisa que seria adotado na segunda fase. A seleção dos especialistas levou em conta os seguintes requisitos: a) ser membro da Apimec; b) possuir experiência mínima de cinco anos no mercado de capitais; e c) estar atuando na área.

Com base no citado critério, foram selecionados cinco especialistas, por acessibilidade e conveniência. Foi, então, aplicado o instrumento de pesquisa, reunindo questões abertas e fechadas. As questões abertas referem-se à identificação dos respondentes e à indicação de barreiras (tentativa de corroborar os fatores identificados na literatura, de forma espontânea). No bloco de questões fechadas, foram listadas treze barreiras (as identificadas na literatura), a serem avaliadas segundo os respectivos graus de importância, por meio de escala *Likert* de cinco pontos (1. nenhuma importância; 2. fraca importância; 3. moderada importância; 4. forte importância; e 5. extrema importância). Trata-se de uma escala utilizada em pesquisas sociais, por apresentar facilidade de visualização, aplicação e análise. A aplicação do bloco de questões fechadas teve o objetivo de validar os fatores motivacionais de forma estimulada.

O pré-teste indicou que o instrumento estava pronto para ser aplicado aos associados da Apimec, sem necessidade de aprimoramento. “O pré-teste é tão importante para o aprimoramento de um instrumento de coleta de dados, que nenhuma pesquisa deveria iniciar sem que o instrumento tivesse sido convenientemente testado” (MATTAR, 1996, p. 113).

Passou-se, então, à segunda fase da pesquisa, na qual se procurou conhecer as barreiras à adoção de MPGC pelas empresas brasileiras, mediante aplicação de questionário junto aos analistas do mercado de capitais. Na seleção dos analistas, foram considerados os seguintes requisitos: a) ser associado da Apimec Nordeste; e b) estar em dia com as obrigações contratuais (anuidade e dados atualizados). A preferência pelos associados da Apimec Nordeste deveu-se à disponibilidade daquela regional para apoiar a pesquisa, franqueando cadastros para acesso pelos pesquisadores.

O questionário validado na fase anterior foi disponibilizado num *website* a que os respondentes tiveram acesso por meio de carta-convite e *link* enviado por *e-mail*. Os questionários também foram aplicados durante os encontros de analistas realizados pela Apimec Nordeste no primeiro quadrimestre de 2008. A Apimec Nordeste registra um total de 110 associados que atendem aos critérios definidos para a pesquisa. Assim, os questionários foram enviados aos 110 associados, obtendo-se retorno de 71 deles, correspondente a 64,5%.

Os dados coletados foram verificados, codificados e devidamente arquivados no *software* SPSS. Como técnicas de análise, foram adotados os métodos descritivos, ou seja, a medida de tendência central (média aritmética) e as medidas de dispersão (distribuição de frequência e desvio-padrão). Para identificação dos fatores determinantes, utilizou-se a distribuição normal (STEVENSON, 1981).

6 Resultados e análises

Após o tratamento estatístico dos dados, elaborou-se um *ranking* das barreiras à adoção de MPGC pelas empresas brasileiras (Tabela 2). Observando-se a média obtida por cada um dos fatores investigados, nenhuma inferior a 3,52, pode-se concluir que todos os treze itens pesquisados são considerados, pela amostra selecionada de analistas e profissionais do mercado de capitais, elementos determinantes da decisão das empresas pela não-adoção de boas práticas de governança corporativa. Assim, o presente estudo corrobora os resultados de pesquisas já citadas.

Tabela 2 – *Ranking* das barreiras

Posição no ranking	Fator	Barreira	Média	Desvio-padrão
1ª	F10	Necessidade de sigilo nas decisões estratégicas	4,04	1,048
2ª	F4	<i>Tag-along</i>	4,01	0,902
3ª	F12	Resistência cultural a medidas que visam garantir maior transparência	3,99	0,949
4ª	F11	Demonstrações contábeis usando normas do US-GAAP, do IAS-GAAP ou da IFRS	3,89	0,964
5ª	F13	Apego à propriedade e ao controle, para manutenção do poder e <i>status</i>	3,87	1,253
6ª	F5	<i>Free float</i> de 25% – manutenção de parcela mínima de ações em circulação, correspondente a 25% do capital	3,86	0,975
7ª	F6	Restrições à negociação de ações por parte de administradores e controladores – observância das regras de <i>lock-up period</i>	3,77	0,898
8ª	F7	Conselho de Administração – no mínimo 1/5 dos membros deverão ser independentes	3,77	0,988
9ª	F3	Adesão à câmara de arbitragem para solução de conflitos societários	3,68	1,025
10ª	F1	Emissão apenas de ações ordinárias	3,63	0,975
11ª	F2	Direito de voto às ações preferenciais em matérias de alta relevância	3,61	0,933
12ª	F9	Elevação dos custos	3,59	1,116
13ª	F8	Conselho de Administração com no mínimo cinco membros	3,52	1,119

Fonte: Elaborado pelos autores, com dados da pesquisa (2008).

Com o objetivo de dar ênfase às barreiras com maior grau de relevância no tocante aos determinantes da não-adoção de boas práticas de governança corporativa pelas empresas, assumiu-se a distribuição normal como suporte à análise do comportamento dos escores atribuídos aos fatores, adotando-se como ponto de corte o valor 3,80, obtido a partir da aplicação da “técnica do cálculo da média das médias + 1 desvio-padrão”, conforme explicitado na Tabela 3.

Tabela 3 – Definição do ponto de corte

Média das médias	3,786923077	378,6923
Desvio-padrão (DESVPADP)	0,165454368	1,654544
Variância (VARP)	0,027375148	2,737515
Média das médias + 1 Desvio-padrão	3,952377445	3,803469

Fonte: Dados da pesquisa.

A aplicação da referida técnica sugere seis barreiras com maior grau de importância: F10 – Necessidade de sigilo nas decisões estratégicas; F4 – *Tag-along*; F12 – Resistência cultural a medidas que visam garantir maior transparência; F11 – Demonstrações contábeis usando normas do US-GAAP, do IAS-GAAP ou da IFRS; F13 – Apego à propriedade e ao controle para manutenção do poder e *status*; e F5 – *Free float* de 25% – manutenção de parcela mínima de ações em circulação, correspondente a 25% do capital;

A seguir, comentam-se os fatores apontados como de maior relevância (Tabela 4).

Tabela 4 – Grupo I dos fatores motivacionais com maior grau de importância

Posição no ranking	Fator	Motivação	Grau de importância	Frequência	%	Média	Desvio-padrão
1ª	F10	Necessidade de sigilo nas decisões estratégicas	Nenhuma	2	2,8	4,04	1,048
			Fraca	5	7,0		
			Moderada	10	14,1		
			Forte	25	35,2		
			Extrema	29	40,9		
			Total	71	100,0		
2ª	F4	Tag-along	Nenhuma	1	1,4	4,01	,902
			Fraca	1	1,4		
			Moderada	19	26,8		
			Forte	25	35,2		
			Extrema	25	35,2		
			Total	71	100,0		
3ª	F12	Resistência cultural a medidas que visam garantir maior transparência	Nenhuma	2	2,8	3,99	,949
			Fraca	2	2,8		
			Moderada	14	19,7		
			Forte	30	42,3		
			Extrema	23	32,4		
			Total	71	100,0		
4ª	F11	Demonstrações contábeis usando normas do US-GAAP, do IAS-GAAP ou da IFRS	Nenhuma	2	2,8	3,89	,964
			Fraca	3	4,2		
			Moderada	16	22,5		
			Forte	30	42,3		
			Extrema	20	28,2		
			Total	71	100,0		
5ª	F13	Apego à propriedade e ao controle para manutenção do poder e status	Nenhuma	6	8,5	3,87	1,253
			Fraca	5	7,0		
			Moderada	9	12,7		
			Forte	23	32,4		
			Extrema	28	39,4		
			Total	71	100,0		
6ª	F5	Free float de 25% – manutenção de parcela mínima de ações em circulação, correspondente a 25% do capital	Nenhuma	2	2,8	3,86	,975,
			Fraca	2	2,8		
			Moderada	21	29,6		
			Forte	25	35,2		
			Extrema	21	29,6		
			Total	71	100,0		

Fonte: Dados da pesquisa (2008).

A Tabela 4 consigna os resultados descritivos dos seis fatores mais importantes na decisão pela não-adoção de MPGC. Observa-se que tais fatores obtiveram médias muito próximas entre si e superiores a 3,85 (entre moderada, forte e extrema importância). O fator **F10** (Necessidade de sigilo nas decisões estratégicas) apresentou o maior grau de importância dentre todos os treze fatores, com 40,9% dos respondentes atribuindo-lhe extrema importância (conceito 5), resultando na média 4,04. Esse resultado vem a corroborar as afirmações de Steinberg (2003) de que a cultura de centralização e manipulação de informações ainda tem muito espaço nas empresas brasileiras, em prejuízo da confiabilidade de decisões estratégicas.

O fator **F4** (*tag-along*), registrou a segunda maior média (4,01), dentre os treze fatores estudados. Essa posição justifica-se pela dificuldade de sua aceitação por grande parte dos empresários brasileiros. Sabe-se que o *tag-along* é um mecanismo hábil que proporciona maior segurança aos acionistas minoritários (SANTOS JÚNIOR, 2006, p. 332). Entretanto, segundo Carvalho (2002), o aumento da proteção aos minoritários equivale à redução do valor do controle da empresa (diminuição de benefícios privados dos acionistas controladores), sendo, por isso, fonte de oposição formada por grupos de controladores que detêm elevado poder político e impõem severas barreiras para aprovação de reformas legais.

O fator **F12** (Resistência cultural a medidas que visam garantir maior transparência) alcançou a terceira maior média: 3,99. Esse resultado vem a confirmar resultados obtidos por estudos realizados no país e no exterior e reforça a idéia de que a cultura é um fator que influencia fortemente grande parte dos empresários em relação à implementação de boas práticas de governança, criando resistência a medidas que visem garantir maior transparência e divulgação de informações e maior independência do Conselho de Administração (CARVALHO, 2002; THE ECONOMIST; KPMG; 2003; STEIMBERG, 2003; KPMG, 2004; GORGA, 2004).

Na quarta posição no *ranking* ficou o fator **F11** (Demonstrações contábeis usando normas do US-GAAP, do IAS-GAAP ou da IFRS), com média 3,89. Esse resultado revela que na opinião dos analistas de mercado de capitais, a utilização de normas internacionais nas demonstrações contábeis ainda constitui uma raridade nas empresas brasileiras. Salienta-se que o país vive uma nova realidade no tocante às normas contábeis. Como exemplo, pode-se mencionar a aprovação da Lei n. 11.638, de 28/12/2007, que visa promover uma harmonização das normas contábeis brasileiras com os padrões internacionais (PAPELLÁS, 2008). Sua aplicação, no entanto, enfrenta dificuldade de adaptação das empresas, quanto de escassez de profissionais de auditoria independente.

A posição de destaque do fator **F13** (Apego à propriedade e ao controle para manutenção do poder e *status*) – quinto lugar, com média 3,87 – sugere haver concordância dos respondentes sobre a forte influência cultural do empresariado brasileiro em relação à propriedade, o que vai ao encontro do pensamento de Gorga (2004), segundo o qual a concentração de controle dificulta a adoção de boas práticas de governança corporativa, podendo até atrasar o desenvolvimento do mercado de capitais.

Na sexta posição encontra-se o fator **F5** (*Free float* de 25% – manutenção de parcela mínima de ações em circulação, correspondente a 25% do capital). Pelas regras do Novo Mercado e dos Níveis Diferenciados da Bovespa, uma companhia deve comprometer-se a pôr em circulação 25% das ações do capital. Acredita-se que a Bovespa percebeu esse requisito como restritivo à adoção de MPGC à medida que lançou em 2005 o “Bovespa Mais” (DELOITTE, 2005). Nesse segmento, a Bovespa não exige a imediata observância do *free float* de 25% para as empresas, concedendo-lhes prazo de até sete anos, a partir da data de listagem, para atendimento daquele requisito. Essa flexibilidade pode ter contribuído na

posição do F5 no *ranking*, que ocupou a última posição dentre os apontados como maiores barreiras que impedem as empresas brasileiras de aderir às MPGC.

Conclusão

O estudo procurou identificar as principais barreiras responsáveis pela não-adoção de MPGC no âmbito das empresas brasileiras. A pesquisa teve a efetiva participação de cinco especialistas e 71 analistas do mercado de capitais, membros da Apimec Nordeste.

A pesquisa bibliográfica levou à identificação de dezoito barreiras, as quais, devido à constatação de grande semelhança entre alguns enunciados, foram consolidadas em treze itens. Os resultados da presente pesquisa indicam que todos os treze fatores investigados podem ser considerados elementos com efetiva capacidade de influenciar a decisão das empresas pela não-adoção das boas práticas de governança corporativa. A seguir eles são dispostos por ordem decrescente de importância, de acordo com as respectivas médias dos escores obtidos: F10 – Necessidade de sigilo nas decisões estratégicas; F4 – *Tag-along*; F12 – Resistência cultural a medidas que visam garantir maior transparência; F11 – Demonstrações contábeis usando normas do US-GAAP, do IAS-GAAP ou da IFRS; F13 – Apego à propriedade e ao controle para manutenção do poder e *status*; F5 – *Free float* de 25% – manutenção de parcela mínima de ações em circulação, correspondente a 25% do capital; F6 – Restrições à negociação de ações por parte de administradores e controladores – observância das regras de *lock-up period*; F7 – Conselho de Administração em que no mínimo 1/5 dos membros deverão ser independentes; F3 – Adesão à câmara de arbitragem para solução de conflitos societários; F1 – Emissão apenas de ações ordinárias; F2 – Direito de voto às ações preferenciais em matérias de alta relevância; F9 – Elevação dos custos; e F8 – Conselho de Administração com no mínimo cinco membros.

Dentre as principais barreiras apontadas na literatura, os analistas consultados entendem como as mais restritivas: necessidade de sigilo nas decisões estratégicas; *tag-along*; resistência cultural a medidas que visam garantir maior transparência; demonstrações contábeis usando normas do US-GAAP, do IAS-GAAP ou da IFRS; apego à propriedade e ao controle para manutenção do poder e *status*; e *free float* de 25% – manutenção de parcela mínima de ações em circulação, correspondente a 25% do capital.

Salienta-se que era esperada uma colocação para o fator **F9** (Elevação dos custos) entre os mais restritivos, porquanto a adequação de uma empresa às boas práticas de governança pressupõe elevação em seus custos, mesmo para as empresas que decidam migrar para o Nível 1 da Bovespa, cujo grau de exigência é menor. A partir do Nível 2, os custos se acentuam bastante, uma vez que precisam implantar normas contábeis de acordo com padrões internacionais e dar garantia de *tag-along* para ordinaristas e preferencialistas, dentre outros. Já no Novo Mercado, como afirma Oliveira (2007), o custo pode chegar a um milhão de dólares por ano.

A pesquisa empreendida apresenta limitações que poderão ser sanadas por meio de outros estudos, sendo interessante incorporar as visões dos analistas associados às demais regionais: Apimec Distrito Federal, Apimec Minas Gerais, Apimec Rio, Apimec São Paulo e Apimec Sul. Apesar da preocupação dos pesquisadores em explicitar para os analistas consultados que a investigação abordava as empresas brasileiras em geral, é possível que alguns respondentes tenham expressado suas opiniões reportando-se mais à realidade das empresas nordestinas. A ampliação do estudo certamente sanaria esse eventual desvio, além de ensejar uma avaliação das diferenças de percepção dos analistas em função das regiões em que atuam, não se descartando a possibilidade de um consenso sobre o tema em âmbito nacional.

Sugere-se, outrossim, a complementação do estudo, mediante investigações em outros países, o que poderia ser concretizado com a colaboração da Apimec.

Propõe-se, por fim, a realização de pesquisa no sentido de ouvir diretamente as empresas, dirigindo-se os questionários aos diretores de relações com investidores das companhias brasileiras que aderiram ao Novo Mercado e aos Níveis Diferenciados “1” e “2” da Bovespa.

Referências

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

ANDRADE, A. ROSSETTI, J. P. *Cresce adesão às boas práticas de governança corporativa*. São Paulo, janeiro, 2005. Valor online. Disponível em: <http://www.bovespa.com.br/pdf/Valor_280105.pdf>. Acesso em: 27 out. 2007.

BERGAMINI JÚNIOR, S. A crise da credibilidade corporativa. *Revista BNDES*. Rio de Janeiro, v. 9, n. 18, p. 33-84, dez. 2002.

BERLE, A. A.; MEANS, G. C. *A moderna sociedade anônima e a propriedade privada*. (Os economistas). São Paulo: Abril Cultural, 1987.

BYRNES, N. et al. *Auditoria em crise*. <Disponível em: <<http://www7.rio.rj.gov.br/cgm/comunicacao/clipping/ver/?fc=10&1415=&p=1>>. Acesso em: 8 set. 2007.

BOVESPA. *100 companhias nos níveis diferenciados de governança corporativa*. 2007a. Disponível em: <<http://bovespa.com.br/Noticias/070301NotA.asp.companhias>>. Acesso em: 14 maio 2007.

BOVESPA. *Novo Mercado*. 2007b. Disponível em: <http://www.bovespa.com.br/pdf/Folder_NovoMercado.pdf>. Acesso em: 15 dez. 2007.

BOVESPA. *Governança corporativa: nível 2 de governança*. 2007c. Disponível em: <http://www.bovespa.com.br/Empresas/NovoMercadoNiveis/cias_niveisdif_intro2.asp>. Acesso em: 7 dez. 2007.

BOVESPA. *Bovespa divulga balanço de 2007*. 2008. Disponível em: <http://www.acionista.com.br/bovespa/040108_balanco_2007.htm>. Acesso em: 23 abr. 2008.

BLACK, B. S. The core institutions that support strong securities markets. *Business Lawyer* 2000. Stanford Law School. *Working paper n. 200*. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=231120>. Acesso em: 30 nov. 2007.

BRIDGER, G. V. *Governança corporativa e os efeitos da adesão aos níveis diferenciados de governança sobre o valor no mercado de capitais brasileiro*. Dissertação (Mestrado em Finanças) – Fundação Getúlio Vargas, FGV/EPGE. Rio de Janeiro, 2006.

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

CARVALHO, A. G. de. *Efeitos da migração para os níveis de governança da Bovespa*. Trabalho preparado para Bovespa, 2003. Disponível em: <<http://www.novomercadobovespa.com.br>>. Acesso em: 1 jun. 2007.

CASAGRANDE NETO, H.; CINTRA NETO, M. F.; MAGLIANO FILHO, R. *Mercado de capitais: a saída para o crescimento*. São Paulo: Lazuli, 2002.

CICOGNA, M. P. V. *Governança corporativa como sinalização: benefícios para o financiamento das empresas do mercado de capitais*. Dissertação (Mestrado em Administração) – Universidade de São Paulo. Ribeirão Preto, 2007.

DELOITTE. *Mundo corporativo*. n. 9, 3. trimestre, 2005. Disponível em: <[http://www.deloitte.com/dtt/cda/doc/content/Mundo%20Corporativo%209\(1\).pdf](http://www.deloitte.com/dtt/cda/doc/content/Mundo%20Corporativo%209(1).pdf)>. Acesso em: 29 maio 2008.

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

IBGC. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. *Código das melhores práticas de governança corporativa*. 3. versão, 2004. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br>>. Acesso em: 12 set. 2007.

KPMG. *Resultado da pesquisa 2004 sobre gerenciamento de riscos e governança corporativa*. Disponível em: <http://kpmg.com.br/publicacoes/advisory/ras/iarcs/IAS_site.pdf>. Acesso em: 10 set. 2007.

LA PORTA, R. et al. Legal determinants of external finance. National Bureau of Economic Research, 1997. *Working Paper*, 5.879. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w5879.pdf>>. Acesso em: 16 ago. 2007.

LA PORTA, R. et al. Investor protection and corporate valuation. *Journal of Finance*, Oxford, v. 57, n. 3, 2002.

LAVINE, R. Financial development and economic growth: views and agenda. *Police Research Working Paper*, 1.678, 1996. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=604955#PaperDownload>. Acesso em: 13 abr. 2008.

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

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

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

MATTAR, F. N. *Pesquisa de marketing: metodologia e planejamento*. São Paulo: Atlas, 1996.

MCKINSEY & COMPANY. *Emerging market policymaker opinion survey: key findings*, 2002. Disponível em: <http://mckinsey.com/client-service/organization-leadership/service/corp-governance/pdf/2002_Emerging_Market_Policymaker_Opinion_Survey_Corp_Gov.pdf>. Acesso em: 25 abr. 2008.

NARDI, P. C. C.; NAKAO, S. H. Impacto da entrada nos níveis diferenciados de governança corporativa sobre a imagem institucional da empresa. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 6., São Paulo. *Anais...* São Paulo: USP, 2006. 1 CD-ROM.

OECD. *Principles of corporate governance*. 2004. Disponível em: <<http://www.oecd.org/dataoecd/32/18/31557724.pdf>>. Acesso em: 6 abr. 2008.

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

PAPPELLÁS, F. Convergência de normas acena com maior transparência. *Revista da ABRAPP*, ano XXVII, n. 337, fev. 2008.

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

QUENTAL, G. A. J. *A investigação dos impactos da adesão de empresas brasileiras aos segmentos diferenciados de governança corporativa da Bolsa de Valores de São Paulo*. Rio de Janeiro: Instituto Coppead de Administração da Universidade Federal do Rio de Janeiro, 2007. 68p.

ROCCA, C. A. *Soluções para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro*. Estudos IBEMEC. Rio de Janeiro: José Olympio, 2001.

ROGERS, P.; RIBEIRO, K. C. S.; SOUSA, A. F. Determinantes macroeconômicos da governança corporativa no Brasil. In: ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO – ENANPAD, 29., 2005, Brasília. *Anais ...* Brasília: ANPAD, 2005. 1 CD-ROM.

ROGERS, P. *Governança corporativa, mercado de capitais e crescimento econômico no Brasil*. 2006. 147 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Universidade Federal de Uberlândia – Faculdade de Gestão e Negócios (UFU/FAGEN), Uberlândia, 2006.

REIS, J. G. A.; VALADARES, S. M. *Reforma do sistema financeiro do Brasil: implementação recentes perspectivas*. Banco Interamericano de Desenvolvimento. Série de estudos econômicos e sociais, 2004.

SANTOS JÚNIOR, R. dos. Tag along: mecanismo de proteção aos acionistas minoritários e de sustentação do mercado de capitais. *Revista de Informação Legislativa*, v. 41, n. 164, p. 331-346, out./dez. 2004.

SHLEIFER, A; VISHNY, R. A survey of corporate governance. National Bureau of economics research. 1050 Massachusetts Avenue, Cambridge, MA 02138. *Working Paper*, 5554. Apr. 1996.

SROUR, G. Práticas diferenciadas de governança corporativa: um estudo sobre a conduta e a performance das firmas brasileiras. In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 2., 2002. *Anais...* Sociedade Brasileira de Finanças, 2002.

STEINBERG, H. *A dimensão humana da governança corporativa: pessoas criam as melhores e piores práticas*. São Paulo: Gente, 2003.

STEVENSON, W. J. *Estatística aplicada à administração*. São Paulo, HABRA, 1981.

STULZ, R. M. Globalization of equity markets and the cost of capital. In: SBF/NYSE CONFERENCE OF GLOBAL EQUITY MARKETS, p. 1-68, 1999.

THE ECONOMIST & KPMG. Corporate governance: business under scrutiny. London: *The economist Intelligence Unit*, 2003.

VIEIRA, S. P; MENDES, A. G. S. Governança corporativa: uma análise de sua evolução e impactos no mercado de capitais brasileiro. *Revista BNDES*, Rio de Janeiro, v, 11, n. 22, p. 103-132, 2004.