

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

Marcelle Colares Oliveira  
Universidade de Fortaleza  
marcellecolares@unifor.br

Augusto Marcos Carvalho de Sena  
Universidade de Fortaleza  
amsena@unifor.br

## Fatores Motivacionais à Adoção de Melhores Práticas de Governança Corporativa

### RESUMO

*Boas práticas de Governança Corporativa (GC) estão cada vez mais relacionadas às idéias de criação de valor para o acionista e promoção do desenvolvimento econômico. Acredita-se que essas idéias estejam entre as razões para o crescimento observado no número de empresas que adotam melhores práticas de governança em todo o mundo. No Brasil, segundo a Bovespa (2008), entre 2006 e 2007 o número de empresas listadas no Novo Mercado e nos Níveis Diferenciados cresceu 65,9%, pulando de 94 para 156. Em vista desse cenário, realizou-se pesquisa no sentido de identificar os principais fatores motivacionais à adoção de melhores práticas de GC pelas empresas brasileiras. Com tal propósito, um questionário foi aplicado junto aos membros da Apimec. Como técnicas de análise, foram adotados métodos descritivos e a distribuição normal. Dentre os fatores motivacionais apontados na literatura, os analistas consultados entendem como os mais relevantes: profissionalizar a empresa; maior transparência e relacionamento com o mercado de capitais; perpetuar a empresa; agregar valor para os acionistas; valorizar as ações da empresa; melhorar a imagem institucional; aumentar a liquidez das ações da empresa; recuperar a confiança dos investidores; viabilizar a abertura de capital; reduzir o custo de capital; e melhorar o processo decisório.*

**Palavras-chave:** Governança Corporativa. Motivações. Melhores Práticas.

### 1 Introdução

Nos últimos quinze anos intensificou-se o movimento de GC. Originando-se nos EUA e na Inglaterra, espalhou-se por diversos países. Segundo Andrade e Rossetti (2006), três foram os grandes marcos construtivos da GC. Inicialmente, merecem destaque as ações do ativista Robert Monks, que em 1992 colocou em debate os conflitos de agência resultantes da separação entre proprietários e executivos, como também questionou a forma passiva como os proprietários observavam as ações dos executivos. Ainda em 1992, em resposta a escândalos corporativos registrados na Inglaterra, deu-se a publicação do Código *Cadbury*. Destaca-se também a iniciativa da organização multilateral *Organisation for Economic Co-operation and Development* (OECD), cuja principal preocupação relacionava-se aos benefícios decorrentes da utilização de melhores práticas de GC. Desde a segunda metade dos anos 90, a OECD já vinha demonstrando interesse por melhores práticas de GC, por entendê-las como elos entre os objetivos de desenvolvimento dos mercados, das corporações e das nações.

No Brasil, o movimento pela GC teve início em 1995, com a criação do Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração (IBCA), que em 1999 passou a denominar-se Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC). Além da criação do IBGC, a efetividade daquele movimento apoiou-se em iniciativas institucionais e governamentais, como a criação do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC, a edição da Lei n. 10.303/01, que reformou a Lei das Sociedades por Ações (6.404/76), e o

lançamento da cartilha Recomendações da CVM sobre GC, da Comissão de Valores Mobiliários, em 2002. Outro fato que impulsionou o movimento foi a criação do Novo Mercado e dos Níveis Diferenciados de GC “1” e “2”, pela Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) no ano 2000.

Verifica-se, atualmente, no país, uma tendência de crescimento do número de empresas que procuram aderir às boas práticas de GC. De acordo com a Bovespa (2008), entre 2006 e 2007 o número de empresas listadas no Novo Mercado e nos Níveis Diferenciados cresceu 65,9%, pulando de 94 para 156. Vale destacar que no ano de 2001 apenas 18 empresas estavam registradas naqueles segmentos.

As motivações para a adesão aos segmentos diferenciados da Bovespa advêm da confiança de que empresas usuárias de melhores práticas de GC têm suas ações positivamente relacionadas com o grau de segurança e proteção dispensados aos acionistas minoritários. Estudos de La Porta et al. (1999) confirmam essa hipótese, ao revelarem que empresas localizadas em países com elevados padrões de proteção a acionistas minoritários possuem maior valor de mercado. Esses aspectos têm conduzido à idéia de que outros benefícios decorrentes dessas práticas, como retorno sobre investimentos, diminuição da exposição de retornos das ações a fatores macroeconômicos e menor custo de capital, são naturalmente agregados a essas empresas, corroborando assim a perspectiva de que os investidores estão mais dispostos a adquirir ações de empresas que cumprem melhores práticas de GC (CARVALHO, 2003; VIEIRA; MENDES, 2004; CARVALHAL-DA-SILVA, 2005; ROGERS, 2006; e QUENTAL, 2007).

Diante dessa realidade, suscita-se o seguinte questionamento: quais os fatores motivacionais à adoção de melhores práticas de GC pelas empresas brasileiras? Para responder ao problema de estudo, procedeu-se a pesquisa exploratório-descrita, com aplicação de questionário junto aos membros da Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais (Apimec) da regional Nordeste. Adotou-se como técnica de análise métodos descritivos (medidas de tendência central e de dispersão) e a distribuição normal.

## **2 Os Três Marcos Construtivos da GC**

Segundo Andrade e Rossetti (2006), embora as questões que envolvem a GC e suas práticas já se manifestem desde os anos 30, quando se iniciaram os processos de dispersão do capital e de separação entre a propriedade e a gestão, foi somente nas duas últimas décadas que ganharam maior exposição pública, com os movimentos definidos como os grandes marcos construtivos da GC: o primeiro refere-se às ações de Robert Monks, em 1992, o qual se preocupava basicamente com os conflitos de agência. Monks era inconformado com o modelo de gestão das empresas, principalmente pelo fato de não aceitar que seus rumos fossem decididos pelos executivos contratados, e não pelos proprietários. A visão crítica de Monks possibilitou capturar vários aspectos do cotidiano empresarial. Sua ação foi focada nos direitos dos acionistas, a quem mobilizou para o desempenho de um papel ativo dentro das corporações, fazendo-os participar dos processos decisórios.

O segundo marco construtivo citado por Andrade e Rossetti (2006) foi a elaboração do Código *Cadbury*, que se originou em razão dos frequentes escândalos corporativos. O *Cadbury* destacou-se pelo seu caráter pioneiro, ao apresentar, em resposta a fortes pressões de grupos influenciadores, um conjunto de novas propostas que questionavam com vigor a forma como as corporações britânicas vinham sendo administradas. A narrativa de Lodi (2000) dá uma idéia clara de como funcionava grande parte dos conselhos de administração das companhias da Inglaterra:

Na Inglaterra até o final da década de 1980, imperava o sistema “*old boy network*”, ou clube de conselheiros, que participavam de conselhos de companhias uns dos outros, cruzando interesses e favores, e criando dificuldade para minoritários e “*outsiders*” (LODI, 2000, p. 55)

Em resposta a esses acontecimentos, o Banco da Inglaterra criou uma comissão para elaborar um Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, a qual, juntamente com a bolsa de Londres, entidades de contadores da Inglaterra e o Conselho de Relatórios Financeiros, sob a coordenação de Adrian Cadbury, criou o relatório *Cadbury*, uma espécie de Código das Práticas Recomendáveis (*Code of Best Practices*), o qual teve como base o trabalho dos conselhos (*Board*) de numerosas organizações, tanto da Europa como dos Estados Unidos. Divulgado em 1992, ficou conhecido como Código *Cadbury Report* (LODI, 2000; SANTOS, 2004; BORGES; SERRÃO, 2005).

O terceiro marco construtivo e histórico da GC foi estabelecido por uma organização multilateral, a OECD, que desde a segunda metade dos anos 90 vinha se interessando por boas práticas de GC, por entendê-las como elos entre os objetivos de desenvolvimento dos mercados, das corporações e das nações (ANDRADE; ROSSETTI, 2006, p. 169). A missão do grupo criado pela OECD consistiu em desenvolver princípios de GC que ajudassem os países-membros em seus esforços de avaliação e de aperfeiçoamento institucional da boa governança.

### **3 Iniciativas Institucionais e Governamentais que Contribuíram para a Melhoria das Práticas de GC no Brasil**

Em meados da década de 1990, iniciativas institucionais e governamentais contribuíram para a melhoria das práticas de governança no Brasil, sendo fundamentais para dar maior credibilidade ao mercado de capitais brasileiro, como, por exemplo, a criação do IBGC.

De acordo com o IBGC (2006b), a primeira iniciativa no sentido de criar uma entidade voltada para a qualidade de gestão das empresas abertas coube a Bengt Hallqvist e João Bosco Lodi, que em 1995 fundaram o Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração (IBCA). Em 1999, o órgão recebeu nova denominação, passando a chamar-se Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC). Em maio do mesmo ano, o IBGC lançaria o seu Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa.

A segunda iniciativa foi a criação do Novo Mercado. De acordo com Carvalho (2002), o Novo Mercado inaugurou uma nova fase no mercado de capitais no Brasil, trazendo como novidade central a intervenção do setor privado na liderança do processo de promoção do mercado de capitais. Inspirado no *Neuer Markt* da bolsa alemã, o Novo Mercado marcou uma significativa mudança de postura na Bovespa.

Segundo a Bovespa (2007b), “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”. Em função das regras bastante restritivas de adesão ao Novo Mercado, a Bovespa criou os Níveis Diferenciados “1” e “2” de GC.

Outra iniciativa importante foi a reforma da Lei das Sociedades por Ações (6.404/76), ocorrida em 2001, com a edição da Lei n. 10.303/01, que representou um nítido avanço, notadamente na proteção legal dos acionistas minoritários. Segundo Teixeira (2004), “as mudanças objetivaram o desenvolvimento do mercado de capitais, por meio da redução de possíveis conflitos entre gestores e acionistas, em particular minoritários”.

Carvalho-da-Silva (2005) acrescenta que o objetivo principal da reforma da Lei n. 6.404/76 centrava-se no fortalecimento, na transparência e na credibilidade que a lei traria para o mercado de capitais. Entretanto, conforme observa Carvalho (2002), de um projeto grandioso, cuja intenção era incorporar à legislação brasileira mecanismos que reconhecessem os direitos dos acionistas minoritários, ao longo do ano 2000, seu conteúdo foi esvaziado, deixando a nítida percepção de que reformas legais dificilmente conseguem modificar radicalmente o panorama do mercado de capitais, em razão dos *lobies* e da força de grupos oponentes. A esse conjunto de ações, deve-se acrescentar a iniciativa governamental, em junho de 2002, de apresentar ao mercado a cartilha Recomendações da CVM sobre GC. A publicação tem como objetivo “orientar nas questões que podem influenciar significativamente a relação entre administradores, conselheiros, auditores independentes, acionistas controladores e acionistas minoritários”(CVM, 2002).

#### **4 Fatores Motivacionais Apontados nos Estudos Acadêmicos sobre GC**

A motivação para a realização de determinada tarefa é proporcional ao benefício que ela possa gerar, o que influencia de maneira significativa sua consecução. Por esse raciocínio, admite-se que a decisão para que uma empresa adote um bom sistema de GC tem um objetivo específico ou um fator motivador. Segundo Andrade e Rossetti (2006), um dos fatores determinantes da adesão dos empresários às boas práticas de GC é a percepção de que os benefícios a serem auferidos com o uso de tais práticas serão superiores ao custo de sua implementação. Acredita-se que essa seria a justificativa para a crescente adesão de empresas ao Novo Mercado e aos outros níveis diferenciados da Bovespa.

Um dos objetivos da GC é a geração de valor para o acionista. Dentre os vários aspectos relacionados a esse tema, a criação de valor é o fator mais lembrado como benefício gerado por um bom sistema de GC.

Há importantes estudos científicos dedicados à investigação sobre o impacto das práticas de GC no valor da organização. Mello (2007) investigou de que maneira e em que intensidade a adoção de melhores práticas de GC impacta no valor de mercado das empresas. Utilizando o “Q” de Tobin e reaplicando o modelo criado por Leal e Carvalho-da-Silva (2005) numa amostra com empresas listadas na Bovespa nos anos 2003, 2004 e 2005, a autora confirmou a hipótese de que a adoção de boas práticas de GC impacta de maneira positiva e significativa no valor de mercado das empresas brasileiras estudadas.

Carvalho (2003) realizou pesquisa, por meio de um estudo de evento, para medir o efeito da adoção de melhores práticas de GC sobre o valor das ações das empresas. Trata-se de um método que projeta os retornos que deveriam ser obtidos por empresas de capital aberto após a migração para um dos níveis diferenciados da Bovespa, comparando-se-os com os retornos efetivamente registrados. Dentre os principais benefícios, os resultados apontaram que a migração apresentou efeito positivo sobre o valor das ações das empresas.

Bridger (2006) investigou o impacto da adesão voluntária para os Níveis Diferenciados de GC “1” e “2” e para o Novo Mercado. A metodologia utilizou variáveis de governança e variáveis de valor. Os resultados mostraram que a variável de adesão ao Novo Mercado apresentou o resultado mais significativo para a determinação do valor de mercado.

Grande parte da literatura sobre finanças afirma que a adoção de boas práticas de GC tem relação com a redução do custo de capital. O próprio objetivo do Código do IBGC (2004) é claro quando afirma: “visa aumentar o valor da sociedade, melhorar seu desempenho, facilitar seu acesso ao capital a custos mais baixos”. Segundo a Bovespa (2007b), a redução do custo de capital por empresas comprometidas com melhores práticas de GC seria consequência de uma maior credibilidade oriunda dessa condição, que por sua vez aumentaria

a confiança e a disposição dos investidores, elevando o preço de suas ações e, dessa forma, reduzindo seu custo de capital.

Stulz (1999) mostra uma situação contrária, na qual, em países com fraca proteção legal, com problemas de agência e custos associados à assimetria de informações, os investidores descontam os preços das ações das empresas, como forma de compensação. Isso acontece devido ao processo de globalização, em particular ao acelerado desenvolvimento tecnológico, que resulta num maior monitoramento de gestores, acionistas e provedores de capital.

Goulart (2003) explica que em ambiente globalizado há uma tendência natural de que o capital caminhe em direção às empresas que adotam melhores práticas, e que por isso gozam de aceitação no mercado, o que pressupõe haver a proteção ao investidor e elevados padrões de evidenciação. Como consequência desse bom sistema de GC, pode ocorrer redução do custo de capital e a estabilização no acesso às fontes de financiamento.

Carvalho (2003), Rogers (2006) e Quental (2007) investigaram a correlação entre o uso de melhores práticas de GC e liquidez das ações. Por meio da metodologia de estudo de eventos, os autores analisaram os efeitos da migração para os Níveis Diferenciados de GC da Bovespa. Os resultados revelaram que a migração de tais empresas aumenta a liquidez e deixa os negócios menos expostos a riscos externos.

Em relação à volatilidade das ações, Vieira e Mendes (2004) fizeram um estudo comparativo entre empresas pertencentes ao Índice de Governança Corporativa (IGC) e organizações vinculadas a outros índices (IBRx50 e IBRx100), concluindo que “o IGC apresenta maior rigidez quando se trata de retornos negativos, ou seja, as ações se comportam de maneira mais estável diante das tendências de baixa”.

Cicogna (2007) objetivou verificar se empresas atuantes nos Níveis Diferenciados de GC teriam maior acesso ao crédito do que empresas do mercado tradicional. Os resultados dos testes apontaram que as empresas pertencentes aos Níveis Diferenciados de GC da Bovespa têm maior facilidade de acesso ao crédito do que as empresas do mercado tradicional.

A imagem da organização consiste também num importante fator motivador relacionado às melhores práticas de GC. Nardi e Nakao (2006) investigaram se as adesões aos segmentos diferenciados da Bovespa causam impacto na imagem institucional das empresas. Os resultados apontaram que as empresas enquadradas nestes segmentos obtiveram melhora significativa na imagem, isto é, conseguiram criar uma imagem positiva na mente dos integrantes do grupo de interesse (*shareholders* e *stakeholders*), concluindo que as empresas listadas nos segmentos diferenciados da Bovespa auferem maiores benefícios na imagem institucional, em comparação com empresas não listadas, conforme afirmado também pela Bovespa (2007b).

Verifica-se que são inúmeros os estudos que tratam dos impactos da adoção de melhores práticas de GC nas empresas. Entretanto, são raros aqueles que procuram identificar especificamente as motivações que levam as empresas à adoção destas práticas. Um deles, conduzido pelo IBGC (2006), realizou estudo de caso em quinze empresas brasileiras de controle familiar. Metodologicamente, todos os estudos de caso foram realizados em duas etapas. Inicialmente, as companhias responderam a um amplo questionário, baseado no Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC. A segunda etapa consistiu num estudo mais qualitativo, realizando-se entrevistas com representantes das empresas.

De acordo com o IBGC (2006), das cinco principais motivações para adesão às melhores práticas de GC, a mais lembrada foi o desejo de perpetuar o modelo de negócio.

Dessa forma, a adoção de boas práticas de GC teria como foco principal a continuidade da empresa, deixando-a menos dependente do comando de pessoas específicas, ou da saída de pessoas-chave das atividades executivas. As outras quatro motivações foram: implementação do planejamento estratégico definitivo; agregação de valor ao acionista; aumento da captação de credores e acionistas; e melhoria da imagem da empresa no exterior, viabilizando a entrada de sócios estratégicos e investidores estrangeiros.

Outro fator motivador apontado na pesquisa do IBGC (2006) foi a viabilização do processo de sucessão de lideranças, sem perder as experiências acumuladas dos controladores. Segundo Bernhoeft e Galo (2003), a sucessão é um processo que não pode ser visto apenas em função do controle acionário, ou encarado como uma simples questão de negócio. Requer dedicação e prudência, para que a escolha possa viabilizar a continuidade da empresa. Nesse aspecto, ressalta Santos (2007), “implementar regras de governança e separar o que é de interesse da empresa e da família são muito importantes para o bom andamento dos negócios, mesmo na ausência do fundador”.

A profissionalização da gestão foi outro fator ressaltado pela pesquisa do IBGC (2006). Segundo Souza (2006), a profissionalização da empresa e da diretoria executiva consiste em uma imposição do mercado, devido à necessidade da separação entre propriedade e gestão. Segundo aquele autor, a profissionalização também evita a sobreposição dos interesses pessoais dos sócios e sucessores aos interesses da empresa. Caetano (2003) cita um estudo realizado pela Fundação Dom Cabral envolvendo as 500 maiores empresas do Brasil de 2001, ressaltando que 67,7% delas apontaram a profissionalização como a principal motivação para a adoção de modelos formalizados de GC.

Além dos fatores motivacionais já citados, a pesquisa do IBGC (2006) aponta também os seguintes: a) alcançar ambiente meritocrático, a fim de aumentar a retenção de talentos; b) melhorar o relacionamento entre os acionistas componentes do bloco de controle; c) garantir maior transparência e relacionamento com o mercado de capitais; d) recuperar a confiança dos investidores; e) possibilitar uma maior diversificação patrimonial dos acionistas controladores; f) melhorar o processo de precificação das ações da empresa; g) promover maior alinhamento entre proprietários, conselheiros e gestores; h) reduzir a volatilidade das ações da empresa; e i) melhorar o trabalho da alta gestão no processo de reestruturação e de melhoria do desempenho operacional.

## **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 os fatores motivacionais à adoção de melhores práticas. O embasamento teórico possibilitou, inicialmente, a identificação de 31 fatores motivacionais, que, após um refinamento (eliminação de fatores com significados similares), resultou em 25 itens (Quadro 1).

Quadro 1 – Fatores Motivacionais à Adoção de Melhores Práticas de Governança Corporativa.

Fatores Motivacionais à Adoção de Melhores Práticas de Governança Corporativa
1. Perpetuar a empresa
2. Profissionalizar a empresa
3. Alcançar um ambiente meritocrático, a fim de aumentar a retenção de talentos
4. Melhorar a imagem institucional
5. Melhorar o relacionamento entre os acionistas componentes do bloco de controle
6. Garantir maior transparência e relacionamento com o mercado de capitais
7. Melhorar o processo sucessório
8. Aumentar a captação de recursos junto a credores e acionistas
9. Ensejar maior internacionalização das operações da empresa
10. Viabilizar a entrada de sócios estratégicos e investidores institucionais
11. Recuperar a confiança dos investidores
12. Facilitar uma melhor percepção dos papéis corporativos pelos investidores
13. Possibilitar uma maior diversificação patrimonial dos acionistas controladores
14. Melhorar o processo de precificação das ações da empresa
15. Promover maior alinhamento entre proprietários, conselheiros e gestores
16. Reduzir conflitos de interesse
17. Valorizar as ações da empresa
18. Aumentar a liquidez das ações da empresa
19. Reduzir o custo de capital
20. Agregar valor para os acionistas
21. Reduzir a volatilidade das ações da empresa
22. Facilitar o acesso ao crédito
23. Melhorar o processo decisório
24. Melhorar o trabalho da alta gestão na tarefa de reestruturação e melhoria do desempenho operacional
25. Viabilizar a abertura de capital

Fonte: Dados da pesquisa (2008).

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, os fatores motivacionais identificados na literatura. Também, nesse momento, realizou-se o pré-teste do instrumento de pesquisa adotado na segunda fase. Os especialistas foram selecionados de acordo com o seguinte critério: 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 a identificação dos respondentes e a indicação de fatores motivacionais (tentativa de corroborar os fatores identificados na literatura, de forma espontânea). No bloco de questões fechadas, foram listados 25 fatores motivacionais (os identificados na literatura), a serem avaliados de acordo com o grau de importância, por meio de escala *Likert* de 5 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, não havendo necessidade de aprimoramentos. “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 os fatores motivacionais à adoção de melhores práticas de GC 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, disponibilizando cadastros para acesso dos pesquisadores.

O questionário validado na fase anterior foi disponibilizado numa *webpage* 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 65%.

Os dados coletados foram verificados, codificados e devidamente arquivados no *software* SPSS. Adotou-se como técnica de análise 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* dos fatores motivacionais da adoção de melhores práticas de GC pelas empresas brasileiras (Tabela 1).

Tabela 1 – *Ranking* dos fatores motivacionais

Posição no ranking	Fator	Motivação	Média	Desvio Padrão
1ª	F2	Profissionalizar a empresa	4,73	0,533
2ª	F6	Garantir maior transparência e relacionamento com o mercado de capitais	4,69	0,550
3ª	F1	Perpetuar a empresa	4,58	0,690
4ª	F20	Agregar valor para os acionistas	4,54	0,629
5ª	F17	Valorizar as ações da empresa	4,51	0,734
6ª	F4	Melhorar a imagem institucional	4,48	0,673
7ª	F18	Aumentar a liquidez das ações da empresa	4,42	0,768
8ª	F11	Recuperar a confiança dos investidores	4,34	0,894
9ª	F25	Viabilizar a abertura de capital	4,31	0,729
10ª	F19	Reduzir o custo de capital	4,30	0,868
11ª	F23	Melhorar o processo decisório	4,28	0,740
12ª	F8	Aumentar a captação de recursos junto a credores e acionistas	4,23	0,778
13ª	F3	Alcançar ambiente meritocrático, a fim de aumentar a retenção de talentos	4,23	0,796
13ª	F5	Melhorar o relacionamento entre os acionistas componentes do bloco de controle	4,23	0,796
14ª	F14	Melhorar o processo de precificação das ações da empresa	4,20	0,804
15ª	F7	Melhorar o processo sucessório	4,18	0,780
16ª	F12	Possibilitar melhor percepção dos papéis corporativos pelos investidores	4,15	0,786
17ª	F15	Promover um maior alinhamento entre proprietários, conselheiros e gestores	4,13	0,809
18ª	F24	Melhorar o trabalho da alta gestão na tarefa de estruturar melhor e de melhorar o desempenho operacional	4,11	0,747
19ª	F10	Viabilizar a entrada de sócios estratégicos e investidores institucionais	4,08	0,858
20ª	F16	Reduzir conflitos de interesse	4,08	0,937
21ª	F22	Facilitar o acesso ao crédito	3,97	0,828
21ª	F9	Ensejar maior internacionalização das operações da empresa	3,96	0,869
23ª	F21	Reduzir a volatilidade das ações da empresa	3,90	0,943
24ª	F13	Possibilitar maior diversificação patrimonial dos acionistas controladores	3,65	0,943

Fonte: Dados da pesquisa (2008). Elaborado pelos autores.

Observando-se a média obtida por cada um dos fatores investigados, nenhuma inferior a 3,5, pode-se concluir que todos os 25 fatores pesquisados são considerados, pela amostra selecionada de analistas e profissionais do mercado de capitais, elementos determinantes da decisão das empresas pela adoção de boas práticas de GC. Assim, o presente estudo corrobora os resultados de pesquisas já citadas.

Com o objetivo de dar ênfase aos fatores com maior grau de relevância no tocante aos determinantes da adoção de boas práticas de GC 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 4,27, obtido a partir da aplicação da “técnica do cálculo da média das médias + 1 desvio-padrão”, conforme Tabela 2.

Tabela 2 – Definição do Ponto de Corte

<b>Média das Médias</b>	4,2512	<b>425,12</b>
<b>Desvio-Padrão (DESVPADP)</b>	0,247940638	<b>2,479406</b>
<b>Variância (VARP)</b>	0,06147456	<b>6,147456</b>
<b>Média das Médias + 1 Desvio-Padrão</b>	4,499140638	<b>4,275994</b>

Fonte: Dados da pesquisa (2008)

A aplicação da referida técnica sugere onze fatores motivacionais com maior grau de importância: F1; F2; F4; F6; F23; F11; F17; F18; F19; F20; e F25l. Com vistas à validação do resultado apresentado, os fatores foram distribuídos em dois grupos de onze itens, sendo um grupo com os 11 primeiros e o outro reunindo os 11 seguintes. Em seguida, foi conduzido um teste de hipótese para a igualdade de importância desses dois grupos de fatores. Usando-se as médias e desvios-padrão amostrais, a estatística-teste que define o grau de rejeição da igualdade de importância é:

$$t_{\text{Teste}} = [x_{G1} - x_{G2}] / \sqrt{\{((n_{G1} - 1)\sigma_{G1}^2 + (n_{G2} - 1)\sigma_{G2}^2) / (n_{G1} + n_{G2} - 2)\} \times (1/n_{G1} + 1/n_{G2})}$$

Onde:  $[x_{G1} - x_{G2}]$  é a diferença entre as médias amostrais dos dois grupos;  $n_{G1} = 11$  e  $n_{G2} = 11$  são os tamanhos das amostras dos respectivos grupos; e  $\sigma_{G1}^2$  e  $\sigma_{G2}^2$  são as respectivas variâncias.

O cálculo da estatística-teste acima referenciada resultou no valor 5,98, o que indica a rejeição da hipótese nula de igualdade de importância dos dois grupos de fatores. Desse modo, pode-se afirmar que, para os níveis de significância  $\alpha = 1\%$ ;  $\alpha = 5\%$  e  $\alpha = 10\%$ , não há evidência que corrobore a afirmativa segundo a qual os fatores do primeiro grupo têm relevância similar à dos fatores do segundo grupo, na percepção do grupo de profissionais de mercado de capitais investigados neste estudo.

A seguir, comentam-se os fatores apontados como de maior relevância. Para facilitar a análise, optou-se por apresentar os dados distribuídos nas Tabelas 3 e 4.

Tabela 3 – Grupo I dos Fatores Motivacionais com Maior Grau de Importância

Posição no ranking	Fator	Motivação	Grau de importância	Frequência	%	Média	Desvio Padrão
1ª	F2	Profissionalizar a empresa	Moderada	3	4,2	4,73	,533
			Forte	13	18,3		
			Extrema	55	77,5		
			<b>Total</b>	<b>71</b>	<b>100,0</b>		
2ª	F6	Garantir maior transparência e relacionamento com o mercado de capitais	Moderada	3	4,2	4,69	,550
			Forte	16	22,5		
			Extrema	52	73,3		
			<b>Total</b>	<b>71</b>	<b>100,0</b>		
3ª	F1	Perpetuar a empresa	Moderada	8	11,3	4,58	,690
			Forte	14	19,7		
			Extrema	49	69,0		
			<b>Total</b>	<b>71</b>	<b>100,0</b>		
4ª	F20	Agregar valor para os acionistas	Moderada	5	7,0	4,54	,629
			Forte	23	32,4		
			Extrema	43	60,6		
			<b>Total</b>	<b>71</b>	<b>100,0</b>		
5ª	F17	Valorizar as ações da empresa	Fraca	2	2,8	4,51	,734
			Moderada	4	5,6		
			Forte	21	29,6		
			Extrema	44	62,0		
<b>Total</b>	<b>71</b>	<b>100,0</b>					

Fonte: Dados da pesquisa (2008).

A Tabela 3 consigna os resultados descritivos de cinco dos onze fatores mais importantes na decisão pela adoção de melhores práticas de GC. Observa-se que tais fatores obtiveram médias muito próximas entre si e superiores a 4,50 (entre forte e extrema importância). O fator **F2** apresentou o maior grau de importância dentre todos os 25 fatores, com 77,5% dos respondentes atribuindo-lhe extrema importância (conceito 5), resultando na média 4,73. Esse resultado reforça a idéia de que a adoção de boas práticas de GC leva à profissionalização da empresa, hoje vista como fator determinante da continuidade do negócio (SOUZA, 2006). O fator **F6**, com 73,3% de conceitos 5, ficou com a segunda maior média (4,69), dentre os 25 fatores estudados. Esse resultado pode estar relacionado a evidências de estudos recentes (BOTSAN, 1997; BOTSAN; PLUMLLE, 2001; CHEN et al., 2003; FRANCIS et al., 2003), que relacionam transparência a custo de capital, de modo que, quanto menor for a assimetria informacional, menor será o custo de capital. Outros estudos associam transparência a valor da firma, como em Kappler e Love (2004), segundo os quais, quanto maior for a transparência, maior será o valor da empresa. Adicionalmente, segundo a Bovespa (2008), empresas com boas práticas de GC tendem a uma maior transparência e a mais qualidade das informações prestadas ao investidor, o que leva a um menor risco, e, conseqüentemente, a uma redução no custo do capital.

O fator **F1** atingiu a terceira maior média (4,58). Esse resultado não surpreende, indo ao encontro do estudo do IBGC (2006), que apontou o desejo de institucionalizar e perpetuar o modelo de negócio da empresa como o fator de maior motivação da adoção de boas práticas de GC. Os fatores **F20** e **F17** obtiveram o quarto e o quinto lugar na classificação geral, com médias 4,54 e 4,51, respectivamente. É importante mencionar que várias pesquisas empíricas discutem as relações existentes entre práticas de GC, o valor da empresa e a agregação de valor para os acionistas (LA PORTA et al., 1998, 1999; CARVALHAL-DA-SILVA, 2004; CARVALHAL-DA-SILVA; LEAL, 2005). No estudo do IBGC (2006), que trata especificamente das motivações para adoção das boas práticas de GC, agregar valor ao acionista foi o fator motivacional que se posicionou em terceiro lugar.

Tabela 4 apresenta os resultados dos outros seis fatores incluídos no grupo dos onze. A posição de destaque do fator **F4**, sugere que as empresas vêm na boa prática de GC e, conseqüentemente, na observância dos seus princípios básicos (*fairness, disclosure, accountability e compliance*) caminho para a melhoria da imagem institucional. Esse entendimento corrobora o resultado da pesquisa de Nardi e Nakao (2006), que demonstra haver impacto positivo na imagem institucional, quando adotadas as melhores práticas de GC. A classificação do fator **F18** indica que o mundo corporativo percebe que a adoção de boas práticas de GC pode aumentar a liquidez das ações (CARVALHO, 2003; ROGERS, 2006; QUENTAL, 2007).

Tabela 4 – Grupo II dos Fatores Motivacionais com Maior Grau de Importância

Posição no ranking	Fator	Motivação	Grau de importância	Frequência	%	Mean	Desvio Padrão
6 <sup>a</sup>	F4	Melhorar a imagem institucional	Moderada	7	9,9	4,48	,673
			Forte	23	32,4		
			Extrema	41	57,7		
			<b>Total</b>	<b>71</b>	<b>100,0</b>		
7 <sup>a</sup>	F18	Aumentar a liquidez das ações da empresa	Fraca	1	1,4	4,42	,768
			Moderada	9	12,7		
			Forte	20	28,2		
			Extrema	41	57,7		
<b>Total</b>	<b>71</b>	<b>100,0</b>					
8 <sup>a</sup>	F11	Recuperar a confiança dos investidores	Nenhuma	1	1,4	4,34	,894
			Fraca	3	4,2		
			Moderada	5	7,0		
			Forte	24	33,8		
Extrema	38	53,6					
<b>Total</b>	<b>71</b>	<b>100,0</b>					
9 <sup>a</sup>	F25	Viabilizar a abertura de capital	Fraca	2	2,8	4,31	,729
			Moderada	5	7,0		
			Forte	33	46,5		
			Extrema	31	43,7		
<b>Total</b>	<b>71</b>	<b>100,0</b>					
10 <sup>a</sup>	F19	Reduzir o custo de capital	Fraca	3	4,2	4,30	,868
			Moderada	10	14,1		
			Forte	21	29,6		
			Extrema	37	52,1		
<b>Total</b>	<b>71</b>	<b>100,0</b>					
11 <sup>a</sup>	F23	Melhorar o processo decisório	Fraca	2	2,8	4,28	,740
			Moderada	6	8,4		
			Forte	33	46,5		
			Extrema	30	42,3		
<b>Total</b>	<b>71</b>	<b>100,0</b>					

Fonte: Dados da pesquisa (2008). Elaborado pelos autores.

O fatores **F11** e **F25** obtiveram médias bem semelhantes, 4,34 e 4,32, respectivamente. Esperava-se uma melhor classificação do fator **F25**, dada a grande divulgação, nas diversas mídias, de estudos que apontam benefícios decorrentes da realização de uma abertura de capital (CASAGRANDE NETO, 2000; IBGC, 2006; RAMOS, 2006; OLIVEIRA, 2007; BOVESPA 2007b). Seria essa realidade um indício de que muitas empresas brasileiras não apresentam as condições mínimas para promover uma abertura de capital, e, conseqüentemente, esse fator não seria, atualmente, um elemento motivador para um número considerável de companhias? Fica aqui o questionamento para futuras pesquisas.

Surpreendeu também o fator **F11** (8<sup>o</sup> do *ranking*) ter apresentado melhor classificação que o fator **F19**, haja vista a grande frequência de pronunciamentos dos diversos agentes do mercado de capitais em prol da adoção de melhores práticas de GC como elemento de redução do custo de capital (BOVESPA, 2007c; IBGC, 2006). De acordo com a Bovespa (2007c), a redução do custo de capital seria conseqüência da maior credibilidade propiciada

pela adoção das melhores práticas de GC. Goulart (2003) assinala ser uma tendência natural o capital fluir em direção às empresas que adotam as melhores práticas de GC.

Também chama a atenção o fator **F23** ter alcançado posição superior à do fator **F14**. Entende-se que a adoção de boas práticas de GC devem favorecer o aprimoramento dos processos decisórios, mas não se esperava que esse fosse um fator motivacional tão relevante. É importante mencionar que freqüentemente o fator **F14** tem sido objeto de estudos teóricos que demonstram haver uma correlação positiva entre a boa GC e a melhoria do processo de precificação das ações da empresa (SANTANA, 2001; VIEIRA; MENDES, 2004; RAMOS, 2006; MIRANDA, 2006; BOVESPA, 2007b).

## 7 Conclusão

O estudo procurou identificar os principais fatores motivacionais responsáveis pela adoção de melhores práticas de GC no âmbito das empresas brasileiras. A pesquisa contou com a efetiva participação de 5 especialistas e 71 analistas do mercado de capitais, membros da Apimec Nordeste.

A pesquisa bibliográfica levou à identificação de 31 fatores motivacionais, os quais, devido à constatação de grande semelhança entre alguns enunciados, foram consolidados em 25 itens.

Os resultados da presente pesquisa indicam que todos os 25 fatores investigados podem ser considerados elementos com efetiva capacidade de influenciar a decisão das empresas pela adoção das boas práticas de GC. A pesquisa sugere, ainda, que os onze primeiros fatores, citados na Tabela 1, podem ser considerados de maior grau de relevância, conforme testes estatísticos aplicados.

Alguns resultados do estudo surpreenderam. Esperava-se que fatores motivacionais bastante discutidos na mídia, como o **F19** (Reduzir o custo de capital) e o **F25** (Viabilizar a abertura de capital) apresentassem uma melhor classificação no *ranking*. Também havia a expectativa de melhor posicionamento do fator **F14** (Melhorar o processo de precificação das ações da empresa), hajam vista os resultados de estudos científicos que apontam uma correlação positiva entre a boa governança e a melhoria do processo de precificação das ações da empresa.

Apesar de inúmeros trabalhos científicos publicados no Brasil acerca de GC, identificou-se apenas o do IBGC (2006), que trata mais diretamente das motivações das empresas para adoção de melhores práticas de GC.

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 problema, 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.

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.
- BERNHOEFT, R; GALLO, M. *Governança na empresa familiar*. Rio de Janeiro: Campus, 2003.
- BORGES, L. F. X. SERRÃO, C. F. B. Aspectos da Governança Corporativa no Brasil. *Revista BNDES*, v. 12, p. 111-148, 2005.
- 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](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](http://www.bovespa.com.br/Empresas/NovoMercadoNiveis/cias_niveisdif_intro2.asp)>. Acesso em: 07 dez. 2007.
- BOVESPA. *Bovespa divulga balanço de 2007*. 2008. Disponível em: <[http://www.acionista.com.br/bovespa/040108\\_balanco\\_2007.htm](http://www.acionista.com.br/bovespa/040108_balanco_2007.htm)>. Acesso em: 23 abr. 2008.
- BOTSAN, C. Disclosure level and the cost of equity capital. *The Accounting Review*. Vol 72, n°3, July 1997, p. 323-349.
- \_\_\_\_\_.; PLUMLE, M. A. Estimating expected cost of capital: a theory-based approach. *Working paper*, 2001. Disponível em: <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=279309#PaperDownload](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=279309#PaperDownload)>. Acesso em: 3 maio 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 de Finanças)-Fundação Getúlio Vargas, FGV/EPGE. Rio de Janeiro, 2006.
- CAETANO, J. R. A agenda do equilíbrio. *Revista Exame*. Ed. 789. 09 abr. 2003, p. 64-67.
- CARVALHAL-DA-SILVA, A. L. Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos as empresas brasileiras. *Revista de Administração*, São Paulo. v.39, n.4, p. 348-361, out./dez. 2004.
- \_\_\_\_\_. *Governança corporativa e decisões financeiras no Brasil*. Rio de Janeiro: Mauad, 2005.
- \_\_\_\_\_.; LEAL, R. P. C. Corporate governance index, firm valuation and performance in Brazil. *Revista Brasileira de Finanças*, v. 1. n. 1 p. 1-100, 2005.
- 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: 01 jun. 2007.
- 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.
- CASAGRANDE NETO, H.; SOUZA, L. A.; ROSSI, M. C. *Abertura do capital de empresas no Brasil*. Um enfoque prático. São Paulo, Atlas, 2000.

- CHEN, K C.W.; CHEN, Z.; WEI, K.C. J. Disclosure, Corporate governance, and the Cost of Equity Capital: Evidence from Asias Emerging Markets. *Working Paper*, Hong Kong University of Science and Technology. 2003. Disponível em: <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=422000](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=422000)>. Acesso em: 02 fev. 2008.
- CICOGNA, M. P. V. *Governança corporativa como sinalização: benefícios para o financiamento das empresas do mercado de capitais*. Dissertação (Mestrado em Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto)-Universidade de São Paulo. São Paulo, 2007.
- CVM – *Recomendações da CVM sobre governança corporativa*. 2002. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/public/publ/cartilha/cartilha.doc>>. Acesso em: 28 out. 2007.
- FRANCIS, J. R; KHURANA, I. K.; PEREIRA, R. Global evidence on incentives for voluntary accounting disclosures and the effect on cost of capital. *Working Paper*, SSRN. Disponível em: <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=456900](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=456900)>. Acesso em: 15 jan. 2007.
- GOULART, A. M. C. *Evidenciação contábil do risco de mercado por instituições financeiras no Brasil*. Dissertação (Mestrado em Atuária e Contabilidade)-Universidade de São Paulo. São Paulo, 2003.
- IBGC. Instituto Brasileiro De Governança Corporativa. *Códigos das Melhores Práticas de Governança Corporativa*. 3ª versão, 2004. Disponível em: <[www.ibgc.org.br](http://www.ibgc.org.br)>. Acesso em: 12 set. 2007.
- IBGC. Instituto Brasileiro De Governança Corporativa. *Governança corporativa em empresas de controle familiar: casos de destaque no Brasil*. São Paulo: Saint Paul Editora, 2006a.
- IBGC. Instituto Brasileiro De Governança Corporativa. *Uma década de governança corporativa*, São Paulo: Saraiva, 2006b.
- KAPPLER, L.; LOVE, I. Corporate Governance, Investor Protection, and Performance in Emerging Markets. *World Bank Policy Research Working Paper 2818*, April, 2002. Disponível em: <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=303979#PaperDownload](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=303979#PaperDownload)>. Acesso em: 12 jan. 2007.
- LA PORTA, Rafael; LOPEZ DE SILANES, Florêncio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, R.W. Law and finance. *Journal of Political Economy*, v. 106, n. 6, p. 1113-1155. 1998.
- LA PORTA, Rafael; LOPEZ DE SILANES, Florêncio; SHLEIFER, Andrei. *Corporate Ownership Around the World*. *Journal of Finance*, v. 54, p. 471-517, 1999. Disponível em: <<http://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/rafael.laporta/publications/LaPorta%20PDF%20Papers-ALL/Corp%20Ownership.pdf>>. Acesso em: 01 dez. 2007.
- LEAL, R. P. C; CARVALHAL-DA-SILVA, A. L. Corporate governance and value in Brazil (and in Chile), *Research Network Working Paper R514*, 2005. Disponível em: <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=477302#PaperDownload](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=477302#PaperDownload)>. Acesso em: 12 jan. 2008.
- 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.

MELLO, J. S. *O Impacto da governança corporativa no valor de mercado das companhias de capital aberto no Brasil. Uma reaplicação*. 2007. 108 f. Dissertação (Mestrado em Administração)- Universidade Federal de Minas Gerais. Belo Horizonte, 2007.

MIRANDA, J. H. Abordagem da precificação de empresas de acordo com o modelo de Ohlson e a equação para cálculo de opções de Black, Scholes e Merton. In: SIMPÓSIO FUCAPE DE PRODUÇÃO CIENTÍFICA, 4º, 2006, Vitória-ES. *Anais...* Vitória; FUCAPE, 2006.

NARDI, P. C. C; NAKAO, S. H. Impacto da Entrada nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa Sobre a Imagem Institucional da Empresa. 6º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade. São Paulo/SP. *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: 06 abr. 2008.

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

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.

RAMOS, S. R. Abertura de Capital no Brasil: uma análise das ofertas públicas iniciais de ações. In: SIMPÓSIO FUCAPE DE PRODUÇÃO CIENTÍFICA, 4º, 2006, Vitória-ES. *Anais...* Vitória; FUCAPE, 2006.

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.

SANTANA, M. H. O novo mercado e a governança corporativa. *Revista da CVM*, São Paulo, p. 4-8, dez. 2001.

SANTOS, L.R. *A governança empresarial e a emergência de um novo modelo de controladoria*. 2004, 232 f. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade)- Universidade de São Paulo, São Paulo: FEA/USP, 2004.

SANTOS, G. Uma saída é a governança corporativa. *Jornal Gazeta Mercantil*, São Paulo, 19 de nov. 2007. Caderno A9, p. 23.

SOUZA, T. M. G. e. *Governança corporativa e sucessão nas empresas familiares*. Especial para o site do IBGC, ago. 2006. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/ibConteudo.asp?IDp=334&IDArea=1463>>. Acesso em: 04 nov. 2007.

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

STULZ, R. M. Globalization of equity markets and the cost of capital, Prepared for the SBF/NYSE Conference of Global Equity Markets, p. 1-68, 1999.

TEIXEIRA, N. *Avanços e desafios na reforma do mercado de capitais brasileiro*. In: SEMINÁRIO ANBID DE MERCADO DE CAPITAIS, 1º, 2004, São Paulo. *Anais Eletrônicos*, São Paulo: ANBID, 2004.

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.