



RGC, São Paulo, v. 3, n.2, art.1, pp. 1-26, dez. 2016.
ISSN 2359-313X

**Análise das práticas de governança corporativa de companhias abertas
listadas na BM&F Bovespa**

***Analysis of corporate governance practices of public companies listed on the
BM&F Bovespa***

Geovanne Dias de Moura

E-mail: geomoura@terra.com.br

Universidade Comunitária da Região de Chapecó - UNOCHAPECÓ
Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis e Administração
Av. Senador Attílio Fontana, 591 - E Efapi - cep: 89809-000, Caixa Postal: 1141

Patrícia Siqueira Varela

E-mail: psvarela@usp.br

Universidade de São Paulo - USP
Departamento de Contabilidade e Atuária da FEA/USP
Av. Prof. Luciano Gualberto, 908 - Butantã, São Paulo - SP, 05508-010

**Recebido em 21 de outubro de 2016
Aceito em: 22 de dezembro de 2016
Publicado online em 23 de dezembro de 2016**

RESUMO

O estudo objetivou analisar a qualidade das práticas de governança corporativa de companhias abertas listadas na BM&FBovespa por meio do índice proposto no estudo de Leal e Carvalho-da-Silva (2007). Pesquisa descritiva, documental e quantitativa em uma amostra de 260 empresas. Os dados foram obtidos por meio de consultas ao site das empresas, IANs, notas explicativas, relatórios da administração e site da CVM. A qualidade das práticas de governança foi analisada de acordo com o estudo de Leal e Carvalho-da-Silva (2007). Como procedimentos estatísticos, foram usadas medidas de estatística descritivas (médias, mínimos, máximos e desvio padrão), entropia e Teste t-Student. Em relação a qualidade das práticas de governança, encontrou-se um índice médio de adoção de 55%, ainda distante de 100%. No entanto, os índices médios foram superiores aos encontrados em estudos anteriores como os de Lopes e Walker (2008) e Silveira et al. (2010). Destacaram-se, com melhores práticas, as empresas do setor de tecnologia da informação e aquelas listadas no nível 2 da BM&FBovespa. Constatou-se também que muitas das práticas analisadas não haviam sido adotadas.

Palavras-chave: Qualidade. Práticas de governança corporativa. Companhias abertas. BM&FBovespa.

ABSTRACT

The study aimed to analyze the quality of corporate governance practices of public companies listed on the BM & FBovespa through the proposed study and Leal Carvalho-da-Silva (2007) index. Descriptive, document and quantitative research in a sample of 260 companies. Data were collected through site visits to enterprises, IANs, notes, management reports and the CVM website. The quality of governance practices was analyzed according to the study by Leal and Carvalho-da-Silva (2007). As statistical procedures, measures of descriptive statistics (mean, minimum, maximum and standard deviation), entropy and Student t-test were used. Regarding the quality of governance practices, he met an average adoption rate of 55 %, still far from 100%.

However, the mean ratios were higher than those found in previous studies as Lopes and Walker (2008) and Silveira et al. (2010). The highlights best practice, companies in the information technology industry and those listed in Level 2 of BM&FBovespa. It was also found that many of the practices analyzed were not adopted.

Keywords: Quality. Corporate governance practices. Public companies. BM&FBovespa.

INTRODUÇÃO

No Brasil, assim como em diversos países, há forte concentração do capital, conforme citado nos estudos de Okimura, Silveira e Rocha (2007), Correia e Amaral (2009) e Moura e Beuren (2011). Isso resulta em um ambiente em que os conflitos mais relevantes são observados na relação entre acionistas majoritários e minoritários (LA PORTA; LOPEZ-DE-SILANES; SHLEIFER, 1999; DUTRA; SAITO, 2002; SILVEIRA, 2002; MOURA; BEUREN, 2011).

Para a proteção dos acionistas minoritários e demais *stakeholders* envolvidos com a empresa, aparecem as práticas de governança corporativa que possuem como principal objetivo garantir maior transparência das decisões tomadas pelos controladores e dar garantia de voz aos minoritários (SHLEIFER; VISHNY, 1997; LA PORTA; LOPEZ-DE-SILANES; VISHNY, 2000; SILVEIRA, 2004; PEREIRA; VILASCHI, 2006; ANDRADE; ROSSETTI, 2007; SANTOS, 2009; MOURA; BEUREN, 2011).

Essas práticas, segundo Silveira (2002, p. 2), estão descritas em diversos Códigos de Melhores Práticas de Governança Corporativa que “[...] visam criar mecanismos corporativos para harmonizar as relações entre acionistas e gestores”. Silveira (2002, p. 2) descreve, ainda, que entre as principais práticas descritas na maioria dos códigos de governança, encontra-se a necessidade de garantir “[...] o fornecimento de informações precisas e transparentes para o mercado”.

De acordo com Silva e Carmona (2010), o código considerado pioneiro no desenvolvimento da governança corporativa no mundo foi o *Cadbury Report*, publicado pela Inglaterra em 1992, seguido pelo código *National Association of Corporate Directors Report*, publicado nos Estados Unidos em 1996. No Brasil, dentre os principais códigos pode-se citar o código de melhores práticas de governança corporativa do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) e a Cartilha de Boas Práticas de Governança Corporativa da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) (SILVEIRA, 2004; OLIVEIRA et al., 2004; MALACRIDA; YAMAMOTO, 2006; SIRQUEIRA, 2007; SILVA; CARMONA, 2010).

O código das melhores práticas de governança corporativa, do IBGC (2009), enuncia como princípios básicos da governança corporativa a transparência, a

equidade, a prestação de contas e a responsabilidade corporativa. Dessa forma, uma empresa que possui boas práticas de governança corporativa transmitirá maior segurança ao investidor. Para a CVM (2002, p. 1) a “[...] governança corporativa é o conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital”.

Uma maneira adotada para verificar a qualidade das práticas de governança corporativa nas empresas tem sido a construção e utilização de índices desenvolvidos por instituições financeiras, seguradoras, bolsa de valores ou pelos próprios pesquisadores (LEAL; CARVALHAL-DA-SILVA, 2007). Como exemplos, na literatura internacional, podem ser citados os estudos de Black (2001); Klapper e Love (2002); Gompers, Ishii e Metrick (2003); Black, Jang e Kim (2006). No Brasil, pesquisadores também têm investigado a qualidade das práticas de governança corporativa, tais como Silveira (2002) em uma amostra no período de 1998 a 2000; Silveira (2004) de 1998 a 2004; Leal e Carvalhal-da-Silva (2007) em um conjunto de companhias no período de 1998, 2000 e 2002; Lopes e Walker (2008) nos anos de 1998, 2000, 2002 e 2004; Silveira et al. (2010) no mesmo período pesquisado por Lopes e Walker (2008); Black, Carvalho e Gorga (2012) em 88 companhias no ano de 2005.

No entanto, ainda há necessidade da realização de pesquisas que investiguem as práticas de governança corporativa das companhias brasileiras, com o intuito de constatar se houve melhoria da qualidade, principalmente a partir do ano de 2005. Diante disso, o estudo objetivou analisar a qualidade das práticas de governança corporativa de companhias abertas listadas na BM&FBovespa por meio do índice proposto no estudo de Leal e Carvalhal-da-Silva (2007).

A motivação para este estudo decorre da crescente visibilidade e interesse que a governança corporativa desperta em empresas, investidores e pesquisadores, logo, analisar as práticas de governança corporativa em companhias abertas brasileiras torna-se relevante e desafiador à medida que pode contribuir para fortalecer o entendimento sobre o tema. Investigar empresas brasileiras é importante, uma vez que o Brasil é um país que se destaca na economia mundial e que tem atraído a atenção de grupos de investidores, inclusive de outros países.

GOVERNANÇA CORPORATIVA

A governança corporativa é descrita por Andrade e Rossetti (2007, p. 24) como sendo “[...] meios utilizados pelas corporações para estabelecer processos que ajustem os interesses em conflito entre os acionistas das empresas e seus dirigentes de alto nível”. Segundo os autores, essas ações, além de deixarem a empresa menos exposta aos riscos externos e de gestão, tornam o negócio mais seguro, o que aumenta a confiança dos investidores.

A adoção de práticas de governança corporativa fortalece o mercado de capitais em virtude de contribuir para o acesso a informações de qualidade sobre a empresa, uma vez que, estas práticas são estabelecidas por meio de um sistema eficaz que garante uma boa administração, a partir da formalização de conceitos adequados e úteis (ANDRADE; ROSSETTI, 2007).

Outra medida importante para o desenvolvimento da governança corporativa no Brasil, além do código de melhores práticas de governança corporativa do IBGC e da Cartilha de Boas Práticas de Governança Corporativa da CVM, ocorreu quando a BM&FBovespa, no ano de 2000, criou a classificação dos três níveis correspondentes às práticas diferenciadas de governança corporativa, a fim de sinalizar para o mercado quais são as empresas mais comprometidas com boas práticas de governança corporativa (SILVEIRA et al., 2009).

De acordo com a BM&FBovespa (2010), os níveis de governança corporativa são segmentos de listagem destinados à negociação de ações emitidas por empresas que se comprometem, voluntariamente, com a adoção de práticas de governança corporativa adicionais em relação ao que é exigido pela legislação, ampliando os direitos dos acionistas e melhorando a qualidade das informações.

Existem três níveis distintos, com exigências crescentes em relação às práticas de governança corporativa, a adesão aos níveis é voluntária e objetivam destacar as empresas comprometidas com maior transparência e melhores práticas de governança corporativa (SILVEIRA, 2004).

As empresas brasileiras podem seguir o código de melhores práticas de governança corporativa do IBGC, utilizar como base a Cartilha de Boas Práticas de Governança Corporativa da CVM, adotar as exigências dos níveis de governança da

BM&FBovespa ou, ainda, seguir todos, e isso resulta na possibilidade de existirem práticas de governança diferentes nas empresas brasileiras. Segundo Silveira (2004), podem ocorrer, ainda, diferenças nas práticas de governança em virtude das especificidades operacionais de cada empresa e também em virtude dos diferentes interesses pela governança corporativa.

É possível, conforme Silveira (2004, p. 15), que as empresas “[...] dentro de um mesmo ambiente contratual apresentem níveis diferentes de qualidade da governança corporativa em razão de suas características observáveis”. Portanto, é possível que, até mesmo dentro dos níveis diferenciados de governança da BM&FBovespa, as empresas possuam diferentes práticas de governança corporativa.

Entende-se que as práticas de governança corporativa visam, principalmente, harmonizar as relações entre acionistas e gestores, garantindo informações precisas e transparentes para o mercado com o objetivo de otimizar o desempenho da organização e proteger todas as partes interessadas, proporcionando assim, maior confiança e segurança ao mercado (SHLEIFER; VISHNY, 1997; LA PORTA; LOPEZ-DE-SILANES; VISHNY, 2000; SILVEIRA, 2002; SILVEIRA, 2004; PEREIRA; VILASCHI, 2006; ANDRADE; ROSSETTI, 2007; SANTOS, 2009).

ESTUDOS ANTERIORES SOBRE PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

A construção e utilização de índices para medir a qualidade das práticas de governança, de acordo com Rezende, Facure e Dalmácio (2009), nos últimos anos, têm sido crescentes e podem contribuir para melhoria dos processos de gestão e possibilitar ações corretivas. Os índices têm sido utilizados em estudos que pesquisam amostras representativas de empresas em diversos países e foram desenvolvidos por instituições financeiras, seguradoras e bolsa de valores ou pelos próprios pesquisadores (LEAL; CARVALHAL-DA-SILVA, 2007). Alguns índices exigem aplicação de questionários nas empresas para sua formação, enquanto que, em outros, os dados são coletados em fontes públicas de informação. A seguir, estão detalhados alguns desses estudos.

Klapper e Love (2002) pesquisaram a qualidade das práticas de governança corporativa em companhias abertas de 14 países no ano de 1998. Utilizaram como base para medir as práticas de governança corporativa um índice criado pelo banco

Credit Lyonnais Securities Asia (CSLA), composto de 57 questões binárias (sim/não) e divididas em sete grandes categorias: disciplina de gestão, transparência, independência, *accountability*, responsabilidade, equidade e consciência social. Os questionários foram respondidos pelas próprias empresas. O índice médio geral de governança das empresas foi equivalente a 54,11%. O índice médio mais baixo foi de 31,85%, entre as empresas do Paquistão, e o índice médio máximo foi de 66,53%, entre as empresas da África do Sul. Destacaram-se, de maneira positiva, Singapura (65,34%) e Chile (61,63%) e, de maneira negativa, Indonésia (37,81%) e Coréia do Sul (40,66%). As empresas brasileiras obtiveram um índice médio de 57%, a empresa brasileira com menor índice obteve 43% e a de maior índice obteve 68%.

Black, Jang e Kim (2006) pesquisaram a qualidade da governança corporativa em uma amostra de 515 empresas coreanas no ano de 2001. Criaram um índice baseado em um estudo realizado anteriormente pela bolsa de valores da Coréia - *Korea Stock Exchange*, considerada uma das maiores bolsas da Ásia com cerca de 1800 empresas listadas. O índice foi formado por 38 questões binárias (sim/não) divididas em 5 categorias: (i) direitos dos acionistas (5 questões), (ii) estrutura do conselho (4 questões), (iii) atuação do conselho (26 questões), (iv) evidenciação (3 questões) e (v) propriedade (5 questões). Como principais resultados perceberam variação na qualidade da governança corporativa nas empresas conforme demonstrado pelo desvio padrão no índice equivalente a 11,59%. A qualidade da governança foi considerada inferior ao esperado, pois o índice médio foi de apenas 32,63%, o menor de 12,73% e o maior de 86,93%, sendo que nenhuma empresa atingiu 100% do índice.

Leal e Carvalho-da-Silva (2007) investigaram a qualidade das práticas de governança corporativa de 240 empresas brasileiras no ano de 1998, 238 no ano de 2000 e 214 no ano de 2002. Desenvolveram um índice composto por 24 questões. O índice foi elaborado de acordo com manuais de boas práticas, como o código das melhores práticas do IBGC, a cartilha de boas práticas da CVM e as recomendações da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE). As respostas foram obtidas em fontes públicas de informação, sem necessidade de questionários. Segundo os autores, o número de itens não era demasiadamente pequeno, portanto, capaz de capturar a natureza multivariada das práticas de

governança, e nem muito grande, fator que tornaria a coleta de dados extremamente difícil, demorada e cara.

Os resultados revelaram que a maioria das empresas não especificou quaisquer sanções contra a gestão relativas a violações de suas práticas de governança corporativa. Divulgaram transações com partes relacionadas nas notas explicativas, mas forneceram apenas informações gerais. Cerca de 30% das empresas utilizavam as normas internacionais de contabilidade e, aproximadamente, 75% utilizavam uma das principais empresas de auditoria global. O presidente do conselho e o da companhia eram a mesma pessoa em cerca de um terço das empresas. A maioria delas não possuía comitês de acompanhamento, nem conselho fiscal permanente. Os conselhos não eram constituídos por uma maioria de membros externos, os diretores não serviam mandatos consecutivos de dois anos e, aproximadamente, 37% dos conselhos não possuíam a quantidade de membros recomendada pelo IBGC. O número de empresas sob investigação ou condenadas por irregularidades governamentais era muito pequeno, mas isso não poderia ser considerado uma indicação de bom comportamento empresarial em virtude dos baixos níveis de aplicação da lei no Brasil. Esta foi provavelmente a razão para a maioria das empresas não se submeterem aos tribunais de arbitragem também. A maioria delas não dava quaisquer direitos de voto e *tag along* além do que era legalmente exigido. De maneira geral, os autores concluíram que as práticas de governança corporativa mostraram uma modesta melhora no período 1998-2002.

Lopes e Walker (2008) investigaram a qualidade das práticas de governança corporativa das companhias abertas brasileiras nos anos de 1998, 2000, 2002, 2004. A amostra correspondia a 1.632 observações empresa-ano e incluía todos os setores classificados pelo banco de dados da Economatica, inclusive o setor financeiro e o de seguros. A qualidade das práticas de governança corporativa foi medida por meio de um índice gerado a partir de um questionário de quinze questões. As questões para formação do índice foram formuladas de acordo com as boas práticas de governança corporativa recomendadas pelo IBGC, CVM e BM&FBovespa. As questões eram muito semelhantes às utilizadas no estudo de Leal e Carvalhal-da-Silva (2007), em virtude disso Lopes e Walker (2008) salientaram que algumas questões já haviam sido testadas por tais autores. Os resultados indicaram um índice médio geral das empresas analisadas correspondente a apenas 26%, indicando baixa qualidade da

governança corporativa das empresas brasileiras no período. Os autores observaram que os resultados eram muito menores do que os encontrados em países desenvolvidos, como no estudo de Ashbaugh, Collins e La Fond (2006). Porém, ressaltaram uma melhoria crescente das práticas de governança no decorrer do período, pois o índice subiu de 25% no ano de 1998 para 39% no ano de 2004.

Silveira et al. (2010), no mesmo período pesquisado por Lopes e Walker (2008), analisaram uma amostra composta pelas empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa, financeiras e não-financeiras, totalizando 225 empresas no ano de 1998, 225 no ano de 2000, 199 no ano de 2002 e 175 no ano de 2004. Mediram a qualidade das práticas de governança utilizando-se do índice composto por 24 questões desenvolvido por Leal e Carvalhal-da-Silva (2007). A justificativa para tal era a qualidade do índice e o fato de ter sido validado por um grupo de profissionais do mercado, incluindo advogados, reguladores e profissionais de governança corporativa, bem como muitos acadêmicos que participaram do projeto *Inter-American Development Bank* que patrocinou a criação do índice. Eles destacaram que as questões podiam ser avaliadas objetivamente sem a necessidade de entrevista ou questionário. Todos os dados foram coletados por meio do sistema de Divulgações Externa (DIVEXT) da CVM e do banco de dados Economatica. Como resultados, perceberam uma baixa qualidade das práticas de governança corporativa nas empresas brasileiras. No entanto, houve uma melhoria lenta no período. O índice aumentou, sistematicamente, evoluindo de uma pontuação média de 41,6% em 1998 para uma média de 50% em 2004.

PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Esta pesquisa, caracterizada como descritiva, foi realizada por meio de análise documental e abordagem quantitativa. A amostra deste estudo é considerada intencional não probabilística e compreendeu 260 empresas de seis setores econômicos da BM&FBovespa. Para analisar a qualidade das práticas de governança corporativa nas empresas da amostra, calculou-se o índice de governança corporativa, elaborado de acordo com o estudo de Leal e Carvalhal-da-Silva (2007). O índice apresenta quatro dimensões que tem como objetivo avaliar as práticas de

governança corporativa, entre elas: evidenciação; composição e funcionamento do conselho de administração; ética e conflito de interesses e direito dos acionistas.

Essa forma de avaliação das práticas de governança, por meio de índices semelhantes, já foi realizada por outros pesquisadores, entre eles: Black (2001); Silveira (2002); Klapper e Love (2002); Gompers, Ishii e Metrick (2003); Silveira (2004); Black, Jang e Kim (2006); Lopes e Walker (2008); Rezende, Facure e Dalmácio (2009); Silveira et al. (2010); Black, Carvalho e Gorga (2012).

A vantagem da utilização de índices para indicar a qualidade das práticas de governança corporativa é citada nos estudos de Leal e Carvalhal-da-Silva (2007), Lopes e Walker (2008) e Silveira et al. (2010). No caso do índice utilizado nesta pesquisa, Leal e Carvalhal-da-Silva (2007) atribuem a ele a vantagem da possibilidade de os dados serem coletados manualmente por meio de fontes públicas de informação (não exigindo a aplicação de questionários que pode resultar numa baixa taxa de respondentes). Além disso, o índice é transparente, de fácil replicação, uma vez que não requer julgamentos subjetivos, e é de fácil interpretação.

O Quadro 3 contempla as referidas dimensões de governança corporativa e as 24 perguntas que formaram o índice. As respostas foram obtidas por meio de consultas ao *site* das empresas, IANs, notas explicativas, relatórios da administração e *site* da CVM. Todos os dados referem-se ao ano de 2009.

Dimensões de governança corporativa	Perguntas para construção do índice de governança corporativa
Evidenciação	1 O Relatório Anual da companhia, <i>site</i> ou outro meio de divulgação pública disponibiliza informações sobre potenciais conflitos de interesse, tais como, operações com partes relacionadas?
	2 A companhia especifica nos relatórios anuais ou outros meios, sanções contra a Administração, no caso de violações de suas práticas de governança?
	3 A empresa divulgou suas demonstrações financeiras legalmente obrigatórias no prazo previsto?
	4 A companhia utiliza normas internacionais de contabilidade?
	5 A companhia utiliza uma das principais empresas de auditoria mundial? (PWC, Coopers & Lybrand, Arthur Andersen, KPMG, Ernst & Young, Touche, Deloitte & Touche Tohmatsu)
	6 A companhia divulga em seus relatórios anuais, <i>site</i> ou outro meio, informações sobre remuneração para o presidente ou membros da diretoria e do conselho de administração?
Composição e funcionamento do conselho de administração	7 Os cargos de presidente da companhia e presidente do conselho de administração são ocupados por pessoas diferentes?
	8 A empresa possui comitês de acompanhamento, como o comitê de auditoria por exemplo?
	9 O conselho é composto por uma maioria de conselheiros independentes?

	10	A empresa possui um conselho de administração com 5 a 9 membros, conforme recomendado pelo código das melhores práticas do IBGC?
	11	Os membros do conselho possuem mandato unificado não superior a 2 anos?
	12	Existe um conselho fiscal permanente?
Ética e conflitos de interesse	13	A empresa está livre de quaisquer inquéritos submetidos à CVM a respeito de más práticas de governança?
	14	A empresa está livre de condenações perante a CVM e / ou multas por irregularidades governamentais nos últimos cinco anos?
	15	No caso de más práticas de governança corporativa a empresa se submete à câmaras de arbitragem ao invés de processos judiciais?
	16	O acionista controlador, considerando os acordos de acionistas, possui menos de 50% do capital votante?
	17	O percentual de ações sem direito a voto é inferior a 20% do capital total da empresa?
	18	O total de ações detidas na empresa pelo controlador dividido pelo percentual que possui apenas das ações com direito a voto é maior que 1?
Direitos dos acionistas	19	A empresa tem algum tipo de tratamento ou faz algum tipo de verificação das ações, para facilitar o processo de votação a todos os acionistas além do que é legalmente exigido?
	20	A companhia concede direitos adicionais de voto além do que é legalmente exigido?
	21	A empresa concede <i>tag along</i> aos detentores de ações preferenciais?
	22	Existem estruturas piramidais de acionistas que reduzem a concentração de controle?
	23	A empresa possui Acordo de Acionistas?
	24	As ações disponíveis para negociação são maior ou igual ao que é exigido pela BM&FBovespa (25%)?

Quadro 3 – Dimensões de Governança Corporativa

Fonte: Leal e Carvalhal-da-Silva (2007)

Na formação do índice de governança corporativa as respostas foram binárias (0 e 1), sendo 1 para as informações que representaram boas práticas de governança corporativa e 0 para aquelas que não. Todas as questões também possuíam o mesmo peso e ao final cada empresa obteve uma pontuação que variou de 0 (pior) a 24 (melhor).

Para verificar a existência ou não de diferenças significativas nas práticas de governança corporativa entre setores analisados, primeiramente verificou-se se havia normalidade dos índices em cada setor, por meio do teste de *Kolmogorov-Smirnov*. Após testada a distribuição amostral dos índices realizou-se o teste *t-Student* para a comparação das médias.

Também foi verificado quais práticas de governança apresentaram maior variabilidade de respostas, ou seja, quais práticas não estavam sendo adotadas pelas empresas da amostra e, para isso, usou-se a técnica de análise de entropia. A fórmula do cálculo da entropia, segundo Zeleny (1982), pode ser apresentada seguindo alguns passos predefinidos:

Sejam $d_i = (d_i^1, d_i^2, \dots, d_i^m)$ os valores normalizados, em que: $d_i^k = \frac{x_i^k}{x_i^*}$,

caracteriza o conjunto D, em termos do *i-ésimo* atributo.

Encontra-se $D_i = \sum_{k=1}^m d_i^k; i=1,2,\dots,n$. Busca-se então a medida de entropia do

contraste de intensidade para o *i-ésimo* atributo calculado por $e(d_i) = -\alpha \sum_{k=1}^m \frac{d_i^k}{D_i} \text{Ln} \left(\frac{d_i^k}{D_i} \right)$

, em que $\alpha = \frac{1}{e_{\max}} > 0$ e $e_{\max} = \text{Ln}(m)$. Observa-se ainda que $0 \leq d_i^k \leq 1$ e $d_i^k \geq 0$.

Caso todos os d_i^k forem iguais para um dado *i*, então $\frac{d_i^k}{D_i} = \frac{1}{n}$ e $e(d_i)$ assume o

valor máximo, isto é, $e_{\max} = \text{Ln}(m)$. Ao se fixar $\alpha = \frac{1}{e_{\max}}$, determina-se $0 \leq e(d_i) \leq 1$ para

todos os d_i 's. Essa normalização é necessária para efeito comparativo.

Dessa maneira, a entropia total de D é definida por: $E = \sum_{i=1}^n e(d_i)$.

Quanto maior for $e(d_i)$ menor é a informação transmitida pelo *i-ésimo* atributo. Caso $e(d_i) = e_{\max} = \text{Ln}(m)$, então o *i-ésimo* atributo não transmite informação e pode ser removida da análise decisória. Em virtude do peso $\tilde{\lambda}_i$ ser inversamente relacionado a $e(d_i)$, usa-se $1 - e(d_i)$ ao invés de $e(d_i)$ e normaliza-se para assegurar que $0 \leq \tilde{\lambda}_i \leq 1$ e

$$\sum_{i=1}^n \tilde{\lambda}_i = 1.$$

Assim, a entropia da informação pode ser representada por:

$$\tilde{\lambda}_i = \frac{1}{n - E} [1 - e(d_i)] = \frac{[1 - e(d_i)]}{n - E}.$$

DESCRIÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

Esta seção contém a descrição e análise dos dados. Primeiramente, apresentam-se as estatísticas descritivas do índice de governança corporativa. Em seguida os resultados do teste *t-Student* realizado para confirmar se existiam diferenças nas práticas de governança corporativa entre os setores analisados. Por fim, os resultados do cálculo da entropia da informação que permitiu identificar quais práticas de governança não estavam sendo adotadas pelas empresas da amostra.

Na Tabela 1, são apresentados os resultados da avaliação das práticas de governança corporativa das empresas, por meio do índice de Leal e Carvalhal-da-Silva (2007).

Tabela 1 - Índices de governança corporativa do ano de 2009 de acordo com os setores da BM&FBovespa

Setor econômico da BM&FBovespa	Nº empresas	Mínimo (%)	Máximo (%)	Média (%)	Desvio Padrão (%)
Utilidade pública	65	33	83	57	11
Construção e transporte	67	33	83	58	12
Tecnologia da informação	6	50	83	71	12
Consumo cíclico	51	31	79	52	13
Bens industriais	31	28	83	50	11
Materiais básicos	40	29	79	52	13
Índice de governança corporativa	260	28	83	55	13

Fonte: dados da pesquisa.

Conforme a Tabela 1, a melhor média (71%) de adoção as boas práticas de governança corporativa, refere-se ao setor de tecnologia da informação. O índice mínimo desse setor foi de 50%, obtido pela companhia Itaotec, e o máximo foi de 83%, conquistado pela companhia Totvs. O desvio padrão desse setor foi de apenas 12%, demonstrando pouca variabilidade nos índices.

As empresas do setor de construção e transporte também se destacaram, pois, em média, possuíam 58% das práticas de governança corporativa analisadas, o índice mínimo foi de 33% das companhias All América Malha Paulista e Trevisa Investimentos e o máximo foi de 83%, obtido pela companhia Santos Brasil Participações. O desvio padrão desse setor também foi baixo, demonstrando certa homogeneidade.

Percebe-se ainda, pela Tabela 1, que o setor de bens industriais possuía a empresa com menor índice de governança corporativa da amostra, com apenas 28% das práticas consideradas necessárias por Leal e Carvalhal-da-Silva (2007). Esse índice foi obtido pela companhia Lark S.A., o índice máximo do setor foi de 83%, proveniente da empresa Kepler Weber S. A.

De forma geral, têm-se um índice médio de governança de 55%, muito distante de 100%. A empresa com menor índice alcançou somente 28% de um total de 24 itens analisados, enquanto que o máximo atingindo foi de 83%. Ressalta-se o fato de

que nenhuma empresa atingiu 100% de adesão às práticas de governança corporativa analisadas.

No entanto, ao comparar os resultados desta pesquisa com os de Lopes e Walker (2008) que investigaram a qualidade das práticas de governança corporativa das companhias abertas brasileiras nos anos de 1998, 2000, 2002, 2004 e obtiveram um índice médio no período de 26% e com os de Silveira et al. (2010) no mesmo período pesquisado por Lopes e Walker (2008) que encontraram um índice médio de 41,6% (de um total de 24) em 1998 que evoluiu apenas para 50% (de um total de 24) em 2004, percebe-se que as empresas da amostra atual apresentaram melhores práticas de governança corporativa do que as empresas analisadas por esses dois autores até o ano de 2004.

Para confirmar se existiam diferenças nas práticas de governança corporativa entre os setores analisados, calculou-se o Teste t, e os resultados apontaram diferenças estatisticamente significativas entre as empresas dos seis setores analisados, conforme é possível verificar com a análise dos resultados demonstrados na Tabela 2.

Tabela 2 - Teste t dos índices de governança corporativa de acordo com os setores da BM&FBovespa

Setores econômico da BM&FBovespa	T	Sig	Nível
Util. pública X Constr. e transp.	-0,6698	0,505	> 0,05
Util. pública X Tecnol. da inf.	-3,6421	0,015	< 0,05
Util. pública X Consumo cíclico	3,8545	0,000	< 0,05
Util. pública X Bens industr.	2,9182	0,007	< 0,05
Util. pública X Mat. Básicos	3,1246	0,003	< 0,05
Constr. e transp. X Tecnol. da inf.	0,1502	0,886	> 0,05
Constr. e transp. X Consumo cíclico	4,4891	0,000	< 0,05
Constr. e transp. X Bens industr.	4,1144	0,000	< 0,05
Constr. e transp. X Mat. Básicos	3,9215	0,000	< 0,05
Tecnol. da inf. X Consumo cíclico	0,6908	0,020	< 0,05
Tecnol. da inf. X Bens industr.	1,7182	0,015	< 0,05
Tecnol. da inf. X Mat. Básicos	2,6658	0,045	< 0,05
Consumo cíclico X Bens industr.	3,2720	0,003	< 0,05
Consumo cíclico X Mat. Básicos	1,4133	0,165	> 0,05
Bens industr. X Mat. Básicos	-0,8107	0,424	> 0,05

Fonte: dados da pesquisa.

Percebe-se na Tabela 2 que o setor de utilidade pública apresentou um nível de significância superior a 0,05 apenas na comparação com o setor de construção e transporte, portanto, o resultado do teste t permite afirmar que não há diferença

estatisticamente significativa entre as médias de adoção as boas práticas de governança corporativa entre esses dois setores.

O setor de construção e transporte demonstrou-se semelhante, também, em relação ao setor de tecnologia da informação, pois, apresentou um nível de significância equivalente a 0,886, bastante superior a 0,05, comprovando que não há diferença estatisticamente significativa entre as médias desses dois setores.

É possível verificar ainda na Tabela 2 que o setor de materiais básicos apresentou um nível de significância superior a 0,05 na comparação com o setor de consumo cíclico e com o setor de bens industriais, indicando que também não existem diferenças estatisticamente significativas entre as médias desses setores.

Nos demais setores, a comparação entre as médias, resultou em significância inferior a 0,05 e aceitou-se a hipótese de que as médias são diferentes, ou seja, as médias dos índices de governança corporativa entre os demais setores apresentaram diferenças estatisticamente significativas.

Em relação às práticas de governança corporativa, foram contrapostos os dados sobre os níveis de governança corporativa da BM&FBovespa e as melhores práticas de governança corporativa captadas pelo índice de Leal e Carvalha-da-Silva (2007) conforme exposto na Tabela 3.

Tabela 3 - Índices de governança corporativa do ano de 2009 de acordo com os níveis da BM&FBovespa

Níveis de governança da BM&FBovespa	Nº empresas	Mínimo (%)	Máximo (%)	Média (%)	Desvio Padrão (%)
Mercado Tradicional	151	28	83	52	13
Nível 1	23	37	79	53	11
Nível 2	11	37	83	68	13
Novo Mercado	75	45	83	61	9
Índice de governança corporativa	260	29	83	55	12

Fonte: dados da pesquisa.

Ao analisar a Tabela 3, verifica-se que as empresas do nível 2 se destacaram em relação às práticas de governança corporativa, pois superaram os índices das empresas do novo mercado que são aquelas que deveriam apresentar índices mais elevados de proteção aos acionistas conforme previsto pela BM&FBovespa (2011). As empresas do nível 2 apresentaram o maior índice médio equivalente a 68%. O índice mínimo desse nível foi 37% e o desvio padrão, de apenas 13%, demonstra certa homogeneidade das práticas de governança corporativa. As empresas do novo

mercado apresentaram um índice médio de 61%, índice mínimo de 48% e um desvio padrão um pouco inferior ao nível 2.

É possível perceber ainda, na Tabela 3, que as empresas listadas no mercado tradicional apresentaram um índice médio de (52%), muito próximo ao índice das empresas do nível 1. O índice mínimo das empresas listadas no mercado tradicional foi de 28% e o máximo de 83%. Nas empresas listadas no nível 1, o menor índice foi de 37% e o maior de 79%. As empresas do nível 1, no entanto, demonstraram-se mais homogêneas em virtude do desvio padrão ser inferior ao dos outros níveis.

Destaca-se que as empresas constantes no mercado tradicional, que poderiam ser consideradas com nível de proteção inferiores, obtiveram índices de governança corporativa praticamente semelhantes aos das empresas do nível 1, considerado superior. Também as empresas listadas no nível 2 se mostraram mais preocupadas em proteger seus investidores, pois possuíam melhores práticas de governança corporativa do que as empresas listadas no novo mercado.

Após a análise dos níveis de governança corporativa das empresas, foi verificado também por meio da entropia da informação, quais questões apresentaram maior variabilidade nas respostas, ou seja, foi calculada a entropia da informação com o objetivo de identificar quais práticas de governança não estavam sendo adotadas pelas empresas da amostra.

A Tabela 4 evidencia os resultados das seis primeiras questões que compõem a primeira dimensão do índice, denominada por Leal e Carvalhal-da-Silva (2007) de evidenciação.

Tabela 4 – Entropia informacional da dimensão evidenciação do índice de governança corporativa

Nº	Perguntas - Dimensão 1 (Evidenciação)	Entropia e(d _i)	Peso da questão $\tilde{\lambda}_i$
1	O Relatório Anual da companhia, site ou outro meio de divulgação pública disponibiliza informações sobre potenciais conflitos de interesse, tais como, operações com partes relacionadas?	0,9932	0,2199
2	A companhia especifica nos relatórios anuais ou outros meios, sanções contra a Administração, no caso de violações de suas práticas de governança?	0,9889	0,3557
3	A empresa divulgou suas demonstrações financeiras legalmente obrigatórias no prazo previsto?	0,9973	0,0862
4	A companhia utiliza normas internacionais de contabilidade?	-	-
5	Utiliza uma das principais empresas de auditoria mundial? (PWC, Arthur Andersen, KPMG, Ernst & Young, Deloitte Touche Tohmatsu)	0,9895	0,3382

6	A companhia divulga em seus relatórios anuais, site ou outro meio, informações sobre remuneração para o presidente ou membros da diretoria e do conselho de administração?	-	-
Total		3,9689	1,0000

Fonte: dados da pesquisa.

Em relação às questões da dimensão evidenciação, nota-se, na Tabela 4, que o maior $e(d_i) = 0,9973$ encontra-se na questão sobre a divulgação das demonstrações no prazo, ou seja, essa questão apresenta a menor informação transmitida, pois segundo Zeleny (1982) quanto maior for o $e(d_i)$, menor é a informação transmitida, nessa caso, menor é a variação nas respostas, significando que pouquíssimas empresas divulgaram as demonstrações fora do prazo previsto.

Analisando o peso ($\tilde{\lambda}_i$) de cada questão calculado em relação ao total do grupo (6 questões), observa-se que as questões que apresentaram maiores pesos ($\tilde{\lambda}_i$) = 0,3557 e 0,3382 foram as questões sobre especificação de sanções contra a administração no caso de violações de práticas de governança e sobre a utilização de uma das principais empresas de auditoria mundial. No caso destas questões, ocorreram maiores variações nas respostas obtidas, significando que um número maior de empresas não evidenciaram estas práticas no período.

Duas questões dessa dimensão atingiram a máxima entropia $e(d_i) = 1$, portanto de acordo com Zeleny (1982), não há transmissão de nenhuma informação no grupo, sendo assim, conclui-se que todas as perguntas obtiveram as mesmas respostas, neste caso todas as empresas utilizaram normas internacionais de contabilidade e todas divulgaram informações sobre remuneração para o presidente ou membros da diretoria e do conselho de administração.

De forma geral, as questões da dimensão evidenciação apresentaram $e(d_i)$ próximos a 1, ou seja, ocorreu pouca variação nas respostas das questões. Isso significa que, com exceção das questões 2 e 5, as demais influenciaram pouco na formação dos índices finais.

Na Tabela 5, a seguir, estão descritos os resultados do cálculo da entropia das questões da segunda dimensão denominada de composição e funcionamento do conselho de administração.

Tabela 5 – Entropia informacional da dimensão composição e funcionamento do conselho de administração do índice de governança corporativa

Nº	Perguntas - Dimensão 2 (Comp. e funcionamento do conselho de adm.)	Entropia $e(d_i)$	Peso da questão $\tilde{\lambda}_i$
7	Os cargos de presidente da companhia e presidente do conselho de administração são ocupados por pessoas diferentes?	0,9917	0,2020
8	A empresa possui comitês de acompanhamento, como o comitê de auditoria por exemplo?	0,9902	0,2379
9	O conselho é composto por uma maioria de conselheiros independentes?	0,9990	0,0251
10	A empresa possui um conselho de administração com 5 a 9 membros, conforme recomendado pelo código das melhores práticas do IBGC?	0,9893	0,2604
11	Os membros do conselho possuem mandato unificado não superior a 2 anos?	0,9918	0,2000
12	Existe um conselho fiscal permanente?	0,9969	0,0746
Total		5,9589	1,0000

Fonte: dados da pesquisa.

Observa-se, na Tabela 5, que o maior $e(d_i) = 0,9969$ refere-se a questão 12 sobre a existência de um conselho fiscal permanente. Em virtude de possuir o maior $e(d_i)$, a questão é a que possui menor variação nas respostas, que para essa questão foram negativas na maioria dos casos, ou seja, quase todas as empresas da amostra não possuíam um conselho fiscal permanente.

Nota-se que o maior peso ($\tilde{\lambda}_i$) = 0,2604 do grupo foi para a questão 10 que verifica se a empresa possuía um conselho de administração com o número de membros recomendado pelo código do IBGC, portanto, o cálculo da entropia revelou uma variação maior nas respostas dessa questão. Dessa maneira, conclui-se que esta foi a prática de governança menos adotada pelas empresas nessa dimensão. É importante destacar que o resultado do cálculo da entropia da questão 9, que se refere à composição do conselho por uma maioria de membros independentes foi próximo ao resultado da questão 12, indicando que o conselho de muitas empresas não era formado por uma maioria de membros independentes e também não era formado pelo número de membros recomendado no código do IBGC.

As questões da dimensão sobre composição e funcionamento do conselho de administração apresentaram $e(d_i)$ inferiores aos da dimensão relacionada à evidenciação, significando que as questões sobre o conselho causaram maior influência na formação dos índices finais.

Na sequência, na Tabela 6, estão expostos os resultados do cálculo da entropia das questões da terceira dimensão denominada de ética e conflitos de interesse.

Tabela 6 – Entropia informacional da dimensão ética e conflitos de interesse do índice de governança corporativa

Nº	Perguntas - Dimensão 3 (Ética e conflitos de interesse)	Entropia $e(d_i)$	Peso da questão $\tilde{\lambda}_i$
13	A empresa está livre de quaisquer inquéritos submetidos à CVM a respeito de más práticas de governança?	-	-
14	A empresa está livre de condenações perante a CVM e / ou multas por irregularidades governamentais nos últimos cinco anos?	0,9964	0,1230
15	No caso de más práticas de governança corporativa a empresa se submete à câmaras de arbitragem ao invés de processos judiciais?	0,9922	0,2676
16	O acionista controlador, considerando os acordos de acionistas, possui menos de 50% do capital votante?	0,9959	0,1397
17	O percentual de ações sem direito a voto é inferior a 20% do capital total da empresa?	0,9871	0,4409
18	O total de ações detidas na empresa pelo controlador dividido pelo percentual que possui apenas das ações com direito a voto é maior que 1?	0,9992	0,0288
Total		4,9708	1,0000

Fonte: dados da pesquisa.

Nota-se, na Tabela 6, que as questão nº 14 e 18 obtiveram os maiores $e(d_i) = 0,9964$ e $0,9992$ e possuem a menor variação nas respostas. No entanto, ocorre uma situação inversa entre elas. No caso da questão 14, a maioria das empresas estava livre de condenações perante a CVM ou não possuía multas por irregularidades nos últimos cinco anos. A questão 18, segundo Leal e Carvalhal-da-Silva (2007), visa a avaliar se há um desalinhamento entre os direitos econômicos e políticos sobre a empresa, cujo calculo é encontrado pelo percentual do total de ações detidas na empresa pelo controlador dividido pelo percentual que possui apenas das ações com direito a voto. Para a grande maioria das empresas a resposta foi negativa, pois na maioria delas o percentual do capital votante do controlador é superior ao capital total, ou seja, o acionista controlador pode possuir 60% das ações ordinárias (com direito a voto) da empresa, no entanto, esses 60% de ações ordinárias podem representar apenas 20% das ações totais (ordinárias mais preferenciais).

Analisando o peso ($\tilde{\lambda}_i$) de cada questão, verifica-se, na Tabela 6, que a questão com maior peso ($\tilde{\lambda}_i$) = 0,4409 foi a questão que verifica se o percentual de ações sem direito a voto é inferior a 20% do capital total. Em virtude do maior peso ($\tilde{\lambda}_i$) e menor $e(d_i)$ conclui-se que há nessa questão um número maior de empresas que não possuía o percentual de ações sem direito a voto inferior a 20%.

Nessa dimensão, novamente, uma das questões atingiu a máxima entropia $e(d_i) = 1$. Conforme consta na Tabela 6, os resultados da entropia demonstraram que todas as empresas estão livres de quaisquer inquéritos submetidos à CVM a respeito de más práticas de governança corporativa.

Na dimensão sobre ética e conflitos de interesse, as respostas das questões apresentaram $e(d_i)$ muito semelhantes aos $e(d_i)$ das questões da dimensão sobre composição e funcionamento do conselho, portanto essa dimensão também tende a causar maior influência na formação dos índices finais do que a dimensão referente à evidenciação.

Os resultados do cálculo da entropia das questões da quarta dimensão denominada de direitos dos acionistas são demonstrados, a seguir, na Tabela 7.

Tabela 7-Entropia informacional da dimensão direitos dos acionistas do índice de governança corporativa

Nº	Perguntas - Dimensão 4 (Direitos dos acionistas)	Entropia $e(d_i)$	Peso da questão $\tilde{\lambda}_i$
19	A empresa tem algum tipo de tratamento ou faz algum tipo de verificação das ações, para facilitar o processo de votação a todos os acionistas além do que é legalmente exigido?	0,9934	0,1623
20	A companhia concede direitos adicionais de voto adicionais além do que é legalmente exigido?	0,9969	0,0757
21	A empresa concede <i>tag along</i> aos detentores de ações preferenciais?	0,9973	0,0680
22	Existem estruturas piramidais de acionistas que reduzem a concentração de controle?	0,9924	0,1893
23	A empresa possui Acordo de Acionistas?	0,9899	0,2506
24	As ações disponíveis para negociação são maior ou igual ao que é exigido pela BM&FBovespa (25%)?	0,9897	0,2541
Total		5,9596	1,0000

Fonte: dados da pesquisa.

Observa-se na Tabela 7, que o maior $e(d_i) = 0,9973$ provém da questão que identifica se as empresas concedem *tag along* aos detentores de ações preferenciais. O resultado do cálculo da entropia demonstra que, dentre as questões desse grupo, essa prática é adotada pela grande maioria das empresas da amostra.

Analisando o peso ($\tilde{\lambda}_i$) de cada questão observa-se que a questão que apresentou maior peso ($\tilde{\lambda}_i = 0,2541$) foi aquela que verifica se as ações disponíveis para negociação são maiores ou iguais ao que é exigido pela BM&FBovespa. No caso desta questão, ocorreram maiores variações nas respostas obtidas, significando que um número maior de empresas não segue essa determinação.

Nesse grupo, nenhuma questão atingiu a máxima entropia $e(d_i) = 1$ e, de maneira geral, apresentaram $e(d_i)$ inferiores aos das três dimensões anteriores significando que um número maior de empresas não adotavam as práticas descritas nesta dimensão que visa a aumentar o direito dos acionistas.

De maneira geral, foi possível verificar, após a análise das 24 questões que compõem as 4 dimensões do índice de governança corporativa que as questões nº 17 que verifica se o percentual de ações sem direito a voto é inferior a 20% do capital total, nº 2 que busca sanções contra a administração no caso de más práticas de governança e a questão nº 10 que verifica se as empresas possuem o conselho de administração composto de 5 a 9 membros, com $e(d_i) = 0,9871$, $0,9889$ e $0,9893$ respectivamente, foram as que apresentaram maior variabilidade nas respostas, ou seja, são as práticas de governança corporativa que tem maior variabilidade entre as empresas.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

O estudo objetivou analisar a qualidade das práticas de governança corporativa de companhias abertas listadas na BM&FBovespa por meio do índice proposto no estudo de Leal e Carvalhal-da-Silva (2007). Para tal, realizou-se pesquisa descritiva, quantitativa e conduzida por meio de análise documental em uma amostra de 260 empresas de seis setores econômicos da BM&FBovespa. Os dados, referentes ao ano de 2009, foram obtidos por meio de consultas ao site das empresas, IANs, notas explicativas, relatórios da administração e site da CVM.

Em relação a qualidade das práticas de governança corporativa, encontrou-se um índice médio de governança de 55%, muito distante de 100%. No entanto, ao comparar os resultados de 2009 com os de Lopes e Walker (2008) e com os de Silveira et al. (2010), percebeu-se que as empresas da amostra atual apresentaram melhores práticas de governança corporativa do que as empresas analisadas por esses dois autores até o ano de 2004. Cabe destacar que a diferença de resultados pode ser decorrente dos critérios de formação da amostra.

Os índices de governança corporativa demonstraram-se superiores nos setores de utilidade pública, construção e transporte e tecnologia da informação, com destaque para as empresas do setor de tecnologia da informação com índice médio

de 71%. As empresas do nível 2 superaram os índices das empresas do novo mercado. E, as empresas listadas no mercado tradicional, que poderiam ser consideradas com nível de proteção inferiores aos acionistas, apresentaram um índice médio muito próximo ao das empresas do nível 1. Percebeu-se também diferenças estatisticamente significantes nos confrontos dos índices entre as empresas dos seis setores analisados

De maneira geral, foi possível verificar, após a análise das 24 questões que compõem as 4 dimensões do índice de governança corporativa que as questões nº 17 que verifica se o percentual de ações sem direito a voto é inferior a 20% do capital total, nº 2 que busca sanções contra a administração no caso de más práticas de governança e a questão nº 10 que verifica se as empresas possuem o conselho de administração composto de 5 a 9 membros, com $e(di) = 0,9871$, $0,9889$ e $0,9893$ respectivamente, foram as que apresentaram maior variabilidade nas respostas, ou seja, eram as práticas de governança corporativa que não estavam sendo adotadas por um número maior de empresas.

Os resultados deste estudo despertam interesse em novas pesquisas sobre práticas governança corporativa. Assim, recomenda-se ampliar o número de empresas pesquisadas, selecionando inclusive aquelas dos setores da BM&FBovespa não inclusos neste estudo. Utilizar outros períodos de tempo, a fim de identificar tendências ou evoluções da qualidade das práticas de governança corporativa. Também seria interessante utilizar questionários ou realizar entrevistas para captar práticas de governança corporativa não divulgadas.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

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

BLACK, B. The corporate governance behavior and market value of Russian firms. **Emerging Markets Review**, v. 2, p. 89-108, 2001.

BLACK, B. S.; JANG, H.; KIM, W. Does Corporate Governance Predict Firms' Market Values? Evidence from Korea. **The Journal of Law, Economics, & Organization**, v. 22, n. 2, p. 366-413, 2006.

BM&FBovespa. Disponível em:
<http://www.bmfbovespa.com.br/home.aspx?idioma=ptbr>. Acesso em: Set. 2010.

BLACK, B. S.; CARVALHO, A. G.; GORGA, E. Corporate governance in Brazil. **Emerging Markets Review**, v. 11, n. 1, p. 21-38, 2010.

CORREIA, L.F.; AMARAL, H.F. A eficiência do conselho de administração como mecanismo de controle dos custos de agência. In: CONGRESSO BRASILEIRO DE CUSTOS, 16., 2009, Fortaleza. **Anais...** Fortaleza: ABC, 2009.

CVM, Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <http://www.cvm.org.br>. Acesso em: Fev. 2011.

DUTRA, M.G.L.; SAITO, R. Conselhos de administração: análise de sua composição em um conjunto de companhias abertas brasileiras. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 6, n. 2, p. 09-27, 2002.

GOMPERS, P.; ISHII, J.; METRICK, A. Corporate Governance and Equity Prices. **Quarterly Journal of Economics**, v. 118, n. 1, p. 107-55, 2003.

IBGC, Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 4. ed. São Paulo: IBGC, 2009.

KLAPPER, L., LOVE, I. Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. **World Bank Policy Research Working Paper**. n. 2818, 2002.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. Corporate ownership around the world. **Journal of Finance Economics**, v. 54, n. 2, p. 471-517, 1999.

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

LOPES, A. B.; WALKER, M. Firm-level incentives and the informativeness of accounting reports: an experiment in Brazil. **Working Paper**, 2008. Disponível em: <<http://papers.ssrn.com>>. Acesso em: 20 nov. 2010.

MALACRIDA, M. J. C.; YAMAMOTO, M. M. Governança corporativa: Nível de evidenciação das informações e sua relação com a volatilidade das ações do Ibovespa. **Revista Contabilidade e Finanças**. São Paulo, p. 65-79, 2006. Edição comemorativa.

MOURA, G. D.; BEUREN, I. M. Conselho de Administração das Empresas de Governança Corporativa Listadas na BM&Fbovespa: análise à luz da entropia da informação da atuação independente. **Revista de Ciências da Administração**, v. 13, n. 29, p. 11-37, 2011.

OKIMURA, R.T.; SILVEIRA, A.M.; ROCHA, K.C. Estrutura de propriedade e desempenho corporativo no Brasil. **Revista Administração Contemporânea**, v. 1, n. 1, p. 119-135, 2007.

OLIVEIRA, M. C.; RIBEIRO, M. S.; SAMPAIO, M. S. A.; CARVALHO, F. A. Os efeitos da adoção dos conceitos e das práticas de governança corporativa na transparência das informações evidenciadas por empresas brasileiras do setor de papel e celulose. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 4., 2004, São Paulo. **Anais...** São Paulo: USP, 2004.

PEREIRA, A. N.; VILASCHI, A. Governança Corporativa e Contabilidade: Explorando noções e conexões. In: SIMPÓSIO FUCAPE DE PRODUÇÃO CIENTÍFICA, 4., 2006, Vitória. **Anais... Vitória: FUCAPE**, 2006.

REZENDE, A. J.; FACURE, C. E. F.; DALMÁCIO, F. Z. Práticas de governança corporativa em organizações sem fins lucrativos. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 9., 2009, São Paulo. **Anais...** São Paulo:USP, 2009.

SANTOS, A. G. **Comitê de auditoria**: uma análise baseada na divulgação das informações de empresas brasileiras. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Faculdade

de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.

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

SILVA, R. F. M.; CARMONA, C. U. M. A relação entre o risco e as práticas de governança corporativa diferenciada: Uma abordagem sob a égide da teoria dos portfólios de markowitz. In: CONGRESSO USP DE CONTABILIDADE E CONTROLADORIA, 10., 2010, São Paulo. **Anais...** São Paulo: USP, 2010.

SILVEIRA, A. D. M. **Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil**. Dissertação (Mestrado em Administração) Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, 2002.

SILVEIRA, A. D. M. **Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil**. Tese (Doutorado) Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

SILVEIRA, A. D. M., LEAL, R. P. C.; BARROS, L. A. B. C.; CARVALHAL-DA-SILVA, A. L. Evolution and determinants of firm-level corporate governance quality in Brazil. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, v. 44, n. 3, p. 173-189, 2009.

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

SIRQUEIRA, A. B. **Governança corporativa e otimização de *portfolios*: A relação entre risco e retorno e boas práticas de governança**. Dissertação (mestrado) – Escola de Engenharia de São Carlos, Universidade de São Paulo, São Carlos, 2007.

ZELENY, M. **Multiple criteria decision making**. New York: McGraw-Hill, 1982.