

**FUNDAÇÃO ESCOLA DE COMÉRCIO ÁLVARES PENTEADO
FECAP
CENTRO UNIVERSITÁRIO ÁLVARES PENTEADO**

Mestrado Profissional em Administração

GABRIEL HIDEO SAKAI DE MACEDO

**GOVERNANÇA CORPORATIVA: EVOLUÇÃO DAS
COMPANHIAS DE CONTROLE ESTATAL E MISTO NO
BRASIL**

São Paulo

2019

Gabriel Hideo Sakai de Macedo

**Governança Corporativa: Evolução das Companhias de Controle Estatal e
Misto no Brasil**

Artigo apresentado ao Programa de Mestrado Profissional em Administração do Centro Universitário Álvares Penteado, como requisito para a obtenção do título de Mestre em Administração.

Orientador: Prof. Dr. Joelson Oliveira Sampaio

São Paulo

2019

FUNDAÇÃO ESCOLA DE COMÉRCIO ÁLVARES PENTEADO - FECAP

CENTRO UNIVERSITÁRIO ÁLVARES PENTEADO

Prof. Dr. Edison Simoni da Silva
Reitor

Prof. Dr. Ronaldo Frois de Carvalho
Pró-reitor de Graduação

Prof. Dr. Alexandre Garcia
Pró-reitor de Pós-Graduação
Coordenador de Mestrado em Ciências Contábeis
Coordenador de Mestrado Profissional em Administração

FICHA CATALOGRÁFICA

| | |
|-------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| M144g | <p>Macedo, Gabriel Hideo Sakai de</p> <p>Governança Corporativa: Evolução das Companhias de Controle Estatal e Misto no Brasil / Gabriel Hideo Sakai de Macedo. - - São Paulo, 2019.</p> <p>25 f.</p> <p>Orientador: Prof. Dr. Joelson Oliveira Sampaio.</p> <p>Artigo (mestrado) – Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado - FECAP - Centro Universitário Álvares Penteado – Programa de Mestrado Profissional em Administração com Ênfase em Finanças.</p> <p>1. Governança corporativa. 2. Administração financeira. 3. Acionistas.</p> <p style="text-align: right;">CDD 658.4</p> |
|-------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|

Bibliotecário responsável: Elba Lopes, CRB- 8/9622

GABRIEL HIDEO SAKAI DE MACEDO

**GOVERNANÇA CORPORATIVA: EVOLUÇÃO DAS COMPANHIAS DE
CONTROLE ESTATAL E MISTO NO BRASIL**

Artigo apresentado ao Centro Universitário Álvares Penteado, como requisito para a obtenção do título de Mestre em Administração.

COMISSÃO JULGADORA:

Prof. Dr. Humberto Gallucci Neto
Universidade Federal de São Paulo - UNIFESP

Prof. Dr. Vinícius Augusto Brunassi Silva
Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP

Prof. Dr. Joelson Oliveira Sampaio
Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP
Professor Orientador – Presidente da Banca Examinadora

São Paulo, 1 de julho de 2019.

Governança Corporativa: Evolução das Companhias de Controle Estatal e Misto no Brasil

Gabriel Hideo Sakai de Macedo
Mestre em Administração
E-mail:gabrielsakai@hotmail.com.br

Resumo

Este estudo investiga a evolução da governança corporativa para companhias de controle público e misto no Brasil entre os anos de 2010 e 2017. A análise é feita por meio do Índice de Governança Estatal e Misto do Brasil (IGEM-Brasil), sendo complementada por testes de diferença entre médias que consideram os diferentes segmentos em que tais companhias estão listadas. Os resultados apontam para evolução da maior parte das boas práticas de governança consideradas neste estudo, com melhora evidente no índice para as companhias pertencentes a segmentos inferiores de listagem, incluindo evoluções em termos de Transparência e Procedimentos do Conselho. A superioridade na pontuação do IGEM-Brasil apresentada pelas companhias listadas em segmentos superiores pode ser observada ao longo de todo o período, havendo evidências que essas companhias possuem melhor estrutura de conselho e oferecem melhor proteção aos acionistas minoritários.

Palavras-chave: Governança Corporativa. Estatais. Evolução. Brasil.

Abstract

This study investigates the evolution of corporate governance for state-owned firms and mixed companies in Brazil between 2010 and 2017. The performed analysis is based on the Brazilian State and Mixed Governance Index (IGEM-Brasil), complemented by tests for differences between means which included the various listing segments on which each of these companies are listed. The results show the evolution in most of the corporate governance practices investigated in this study, with improvements presented in the index by companies listed in lower-listing segments, including improvements in terms of Disclosure and Board Procedures. The superiority of the score in the IGEM-Brasil index presented by higher-listed companies can be observed during all the period, having evidence that these companies have a better board structure and offer better protection to the minority shareholders.

Keywords: Corporate Governance. State-Owned. Evolution. Brazil.

1 Introdução

Nota-se que dentro da literatura nacional de governança corporativa não são encontrados muitos estudos que tratam especificamente de companhias de controle público e/ou misto. Considerando a representatividade econômica apresentada por boa parte destas companhias é válido trazer uma análise exclusiva para as mesmas. Assim, o presente estudo tem como objetivo buscar evidências a respeito da evolução das boas práticas de Governança Corporativa implementadas por companhias de controle estatal e misto listadas que atuam no Brasil.

O índice apresentado no estudo abrange diversos itens associados diretamente à aplicação de boas práticas de governança dentro das companhias. O Índice de Governança Estatal e Misto do Brasil (IGEM-Brasil) foi construído por meio da coleta de informações disponibilizadas pelas companhias entre 2010 e 2017, sendo baseado no índice apresentado por Black, Carvalho e Sampaio (2014). Assim como o índice original, o IGEM-Brasil inclui as seguintes dimensões de governança: Estrutura do Conselho de Administração, Procedimentos do Conselho de Administração, Direitos dos Acionistas Minoritários e Transparência. O presente estudo busca contribuir com a literatura de governança corporativa por focar na evolução da governança de companhias estatais e mistas listadas. Dessa forma, ao dedicar um índice voltado para a aplicação de boas práticas de governança exclusivo para companhias com tal natureza de controle, este estudo contribui por sua especificidade amostral e por abranger um período recente de análise.

O estudo de Black et al. (2014) encontra que entre 2004 e 2009 as práticas de governança das companhias brasileiras listadas evoluíram consideravelmente, com destaque para as companhias listadas no Nível 1 e Tradicional. As companhias dos segmentos de listagem superiores (Nível 2 e Novo Mercado) apresentaram maior constância no índice elaborado pelo estudo. He, Eden e Hitt (2016), por meio de amostra de 42 países entre 2002 e 2007, afirma que multinacionais controladas em sua totalidade ou parcialmente pelo governo têm sua governança positivamente afetada por investidores institucionais, de modo a contrabalancear a influência do controle estatal, otimizando a tomada de decisão estratégica, bem como a diversificação internacional.

He, Chiu e Zhang (2015) estuda o impacto da governança corporativa sobre companhias industriais governamentais e não governamentais listadas e em atividade na China. Os autores encontram que a utilização de boas práticas de governança corporativa é benéfica para a geração de eficiências produtivas. Entretanto, o mesmo estudo ressalta que esse efeito positivo está mais

presente em companhias não governamentais, o que é justificado pela falta de clareza nos direitos de propriedade das companhias governamentais.

Os resultados encontrados por meio do índice e dos testes de diferença entre médias evidenciam evolução da governança de companhias estatais e mistas, com evolução mais lenta em termos de proteção aos acionistas minoritários. As companhias listadas em segmentos superiores apresentaram maior aplicação das boas práticas, ao passo que as companhias presentes em segmentos de listagem inferiores tiveram melhora significativa em sua governança entre 2010 e 2017.

Em relação às dimensões que compõem o IGEM-Brasil, as companhias listadas em segmentos inferiores apresentaram melhora significativa das práticas associadas aos Procedimentos do Conselho de Administração e Transparência. Entretanto, tais companhias apresentam pior desempenho ao longo do período nas dimensões referentes à Estrutura do Conselho de Administração e Direitos dos Acionistas Minoritários se comparadas às companhias pertencentes aos segmentos superiores de listagem.

O trabalho está estruturado da seguinte forma: a próxima seção apresenta a revisão da literatura, a seção três apresenta a descrição do índice e de cada uma das dimensões, seguida pela seção de dados e da metodologia, resultados, considerações finais e as referências.

2 Revisão da Literatura

A Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) possui relatório elaborado em 2005 e reestruturado em 2015 que aponta diretrizes fundamentais para a boa governança de estatais. Segundo OCDE (2015), as companhias de propriedade estatal podem ter grande representatividade econômica em países emergentes em termos de geração de empregos e importância no PIB. Entretanto, deve ser destacado que mesmo em países onde sua importância nesses aspectos é menor, é normal encontrar companhias desta natureza atuando em setores cruciais para a economia, como infraestrutura, energia e transportes. Assim, para essas companhias a sociedade é ainda mais relevante como *stakeholder*, tendo em vista a sua importância para a estabilidade econômica de seus respectivos países. O mesmo relatório ainda aponta que o Estado deve conceder autonomia para a atuação das estatais, além de realizar a prestação de contas necessária e aplicar política de remuneração que mantenha tais companhias atraentes do ponto de vista profissional.

Klapper e Love (2004) argumenta, por meio de análise focada em mercados emergentes, que países com sistemas legais frouxos apresentam companhias com pior nível de governança e que tal fator é determinante para a performance operacional da companhia e sua avaliação de

mercado. Adicionalmente, o mesmo estudo revela que o aparato de leis seria menos relevante para companhias com melhor governança justamente pela menor probabilidade de conflitos e requisições ao sistema legal em companhias que adotam um maior conjunto de boas práticas. Ainda, segundo Doidge, Karolyi e Stulz (2007), o fraco desenvolvimento de alguns países torna mais custoso elevar a proteção ao investidor pela fraca infraestrutura institucional e pelo custo político considerável da boa governança. O mesmo estudo ainda acrescenta que o benefício gerado pela otimização da governança não é compensador pela falta de profundidade de mercado apresentada por estes países. Entretanto, a globalização financeira aumenta o incentivo para a aplicação de boa governança.

Em estudo a respeito das leis de proteção aos investidores entre diferentes famílias legais, La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishny (1998) encontra que países com legislação *Common-law* protegem melhor os acionistas, permitindo que os mesmos votem à distância, além de possuírem o maior volume de leis de proteção aos acionistas minoritários. Hermalin e Weisbach (2003) ao executar análise da literatura prévia sobre o Conselho de Administração, encontra que o tamanho e a composição do Conselho possuem correlação com sua independência, que está associada à melhor tomada de decisões pela perspectiva dos acionistas.

Já em termos de evolução de Governança Corporativa, o trabalho de Silva e Leal (2005) propõe o CGI, índice que avaliou a aplicação de 15 práticas de governança corporativa entre 1998 e 2002. Além de encontrar que poucas companhias possuíam boa governança na época, o CGI revela que a adoção de boas práticas de governança não era homogênea, já que os resultados mostram que algumas práticas eram consideravelmente mais adotadas que outras. Esta afirmação pode ser comprovada pela diferença observada entre a divulgação das informações financeiras no prazo determinado (realizado por mais de 90% da amostra ao longo do período) e a utilização de arbitragem para resolução de conflitos, que vai de 0% a 3% ao longo do mesmo período.

Silveira, Leal, Barros e Silva (2009) tem evidências de evolução lenta e gradual das práticas de governança no Brasil entre 1998 e 2004. A adoção voluntária dessas práticas não parece convergir para um ponto de substancial melhora da governança no país, de forma que companhias com acionistas mais representativos adotam menos práticas de boa governança. O progresso da governança do país também é destacado em Black et al. (2014) que, por meio do Índice de Governança Corporativa do Brasil (BCGI), encontra evidências mais otimistas a respeito da evolução da governança de companhias atuantes no país, destacando melhora significativa da governança entre 2004 e 2009.

Silveira, Barros e Perobelli (2008) afirma por meio de um índice de governança (IGOV) que, para companhias listadas na Bovespa, um maior nível de governança pode ser associado à estrutura de capital, de modo que o estudo revela maior endividamento relativo para companhias com maior pontuação no IGOV. Alves, Couto e Francisco (2015) reforça o resultado encontrado pelo estudo anterior por meio de uma análise de dados em painel de 33 países entre 2006 e 2010 ao encontrar que companhias com maior percentual de conselheiros independentes possuem mais fontes de financiamento externo, bem como fontes mais arriscadas em sua estrutura de capital. Detthamrong, Chancharat e Vithessonthi (2017) em estudo para a Tailândia entre 2001 e 2014, encontra que o tamanho do Comitê de Auditoria afeta negativamente a performance das companhias tailandesas de grande porte.

Considerando as investigações realizadas pela literatura prévia, a hipótese a ser testada pelo estudo pode ser então apresentada:

H₁: As companhias de controle estatal e misto listadas apresentam adoção crescente de boas práticas de governança corporativa entre 2010 e 2017.

As companhias de controle público e misto devem receber maior atenção em relação às externalidades que suas atividades geram para a sociedade. Segundo Miranda e Amaral (2011), a ideia de conferir atenção aos aspectos sociais da atuação de uma companhia não deve ser observada como uma forma de tomada de decisão que vai no sentido oposto à geração de valor para as estatais. Ao contrário, tais medidas podem ser economicamente benéficas. Os autores ainda ressaltam que a Responsabilidade Social Corporativa (RSC) deve ser utilizada com cautela por companhias estatais, justamente para que não ocorra o efeito de “trampolim político” na gestão. Entretanto, os autores destacam que os recursos decorrentes da boa gestão da companhia devem ser utilizados pelo Estado externamente ao ambiente das mesmas, evitando questionamentos sobre as intenções políticas, sobre a eficiência e possíveis conflitos de interesse.

3 Índice de Governança Estatal e Misto do Brasil

O índice apresentado neste estudo para companhias de controle misto e público listadas na Bolsa tem como base o Índice de Governança Corporativa do Brasil (BCGI), realizado por Black et al. (2014). O Índice de Governança Estatal e Misto do Brasil (IGEM-Brasil) compreende dados a respeito da governança entre os anos de 2010 e 2017, que foram obtidos por meio de coleta de informações publicamente disponíveis para cada uma das companhias da

amostra. É importante ressaltar que como em Black et al. (2014) os dados foram obtidos por meio de *survey*, alguns dos elementos referentes às boas práticas de governança não foram compreendidos pelo presente estudo, já que o mesmo depende das informações disponibilizadas pelas companhias que contemplam a amostra. O IGEM-Brasil é composto por 23 elementos associados às boas práticas de governança corporativa, divididos em 4 dimensões: Estrutura do Conselho de Administração (7 itens), Procedimentos do Conselho de Administração (4 itens), Direitos dos Acionistas Minoritários (5 itens) e Transparência (7 itens).

Todos os elementos referentes às práticas de governança foram tabelados seguindo um sistema de variáveis binárias: uma companhia que apresentou em seus relatórios a adoção de determinada boa prática de governança em um ano específico, recebeu valor 1 para a mesma e, caso contrário, recebeu o valor zero.

Primeiramente, todos os elementos de determinada dimensão que apresentaram valor 1 e pertencentes a uma mesma companhia foram somados e, após isso, divididos pela maior pontuação possível naquela dimensão, no ano de interesse. Assim, o índice de uma dimensão no respectivo ano é formado pela média dos pontos de todas as companhias no ano. Por fim, o IGEM-Brasil é composto pela ponderação de 25% para os valores apresentados por cada uma das dimensões, que são então somadas para, enfim, compor o índice final. O valor máximo que pode ser obtido no IGEM-Brasil é 1, sendo que maiores valores implicam em melhor governança para o respectivo ano.

3.1 Dimensões do IGEM-Brasil

O IGEM-Brasil é formado por quatro dimensões que buscam abranger pontos importantes de boas práticas de governança corporativa. Todas os itens que compõem cada um dos quatro elementos estão presentes originalmente em Black et al. (2014), com a diferença que no IGEM-Brasil apenas companhias de controle público e misto listadas foram consideradas na amostra. Assim, as referidas dimensões são descritas a seguir:

- a) Estrutura do Conselho de Administração: Esta dimensão está focada na presença de diretores independentes e na existência de comitê de auditoria ou conselho fiscal. Kim, Kitsabunnarat-Chatjuthamard e Nofsinger (2007) ao analisar a independência do conselho e leis de proteção aos acionistas minoritários na Europa encontra que países com leis mais fortes de proteção aos minoritários possuem companhias com mais diretores independentes, sendo importantes para a garantia dos direitos de tais agentes. Segundo Black, Carvalho e Gorga (2010), algumas companhias brasileiras utilizam o

conselho fiscal como substituto para o comitê de auditoria, sendo esse fundamental não apenas para a verificação das demonstrações financeiras das companhias e para a veracidade dos números apresentados, como também na atuação como moderador entre a administração e auditores externos na aplicação de normas contábeis;

- b) **Procedimentos do Conselho de Administração:** Esta dimensão está focada na existência de regras para o Conselho de Administração, código de ética responsável pela idoneidade das decisões tomadas pela companhia, bem como mecanismos para avaliação do CEO e demais executivos atuantes. Segundo Black et al. (2014), os mecanismos de avaliação são mais observados para os demais executivos em comparação àqueles destinados aos CEOs. Adicionalmente, a presença de código de ética se mostrou bastante comum entre as companhias consideradas no estudo mencionado;
- c) **Direitos dos Acionistas Minoritários:** A dimensão busca avaliar a evolução de itens como *free float*, *tag along*, resolução de conflitos por arbitragem e direitos de preferência. Em termos de evidências específicas para o Brasil, Leal e Saito (2003) destaca que estudos anteriores comprovam a forte concentração de controle e tendência para expropriação de valor de acionistas minoritários no país. O mesmo trabalho destaca que a maior proteção conferida aos acionistas minoritários é estruturada visando aumento do valor de mercado, redução do custo de agência e melhores oportunidades de investimento;
- d) **Transparência:** Esta dimensão visa compreender como as companhias da amostra se preocupam em relação à redução da assimetria de informação entre investidores e companhia, de modo a permitir plena visualização da situação financeira da companhia e de todas as informações que a afetam e que, conseqüentemente, podem afetar seu valor. Elementos como disponibilização de demonstrações financeiras em inglês e de demonstrações trimestrais no site de RI da companhia são considerados neste elemento. O estudo de Black et al. (2010) encontra que quase metade das companhias analisadas no estudo já apresentavam demonstrações financeiras em inglês disponíveis publicamente em 2005.

A Tabela 1 lista os elementos que compõem cada uma das dimensões do IGEM-Brasil.

Tabela 1
Lista de dimensões e seus respectivos elementos

Dimensão 1: Estrutura do Conselho de Administração

Independência do Conselho

- a) O conselho possui um ou mais diretores independentes.
- b) O conselho tem pelo menos 30% de seus diretores independentes.
- c) O conselho tem pelo menos 50% de seus diretores independentes.
- d) O CEO não é o presidente do Conselho .

Comitê de Auditoria e Conselho Fiscal

- e) Existe Comitê de Auditoria.
 - f) Existe Conselho Fiscal permanente ou não permanente.
 - g) A companhia tem um Conselho Fiscal ou um Comitê de Auditoria que inclui representante dos acionistas minoritários.
-

Dimensão 2: Procedimentos do Conselho de Administração

- a) A companhia possui um sistema de avaliação da performance do CEO.
 - b) A companhia possui um sistema para avaliar outros executivos.
 - c) A companhia possui código de ética.
 - d) Existem regras específicas que regem o conselho.
-

Dimensão 3: Direitos dos Acionistas Minoritários

- a) Eleições anuais são realizadas para todos os conselheiros.
 - b) *Tag along* na venda do controle excede o mínimo legal.
 - c) A arbitragem é utilizada em disputas entre acionistas.
 - d) A companhia não possui capital autorizado ou fornece direitos de preferência.
 - e) Free float \geq 25% do total de ações.
-

Dimensão 4: Transparência

- a) A companhia disponibiliza a agenda anual de eventos.
 - b) Estão disponíveis demonstrações financeiras em inglês.
 - c) As demonstrações financeiras trimestrais são consolidadas.
 - d) As demonstrações financeiras possuem Análise e Discussão da Administração (MD&A) sobre a situação financeira e resultados operacionais.
 - e) As demonstrações financeiras anuais estão disponíveis no *site* de RI.
 - f) As demonstrações financeiras trimestrais estão disponíveis no *site* de RI.
 - g) O auditor não oferece serviços diferentes de auditoria.
-

Nota. Adaptado de “ Evolution of Corporate Governance in Brazil”, de B. S, Black, A. G. de Carvalho e J. O. Sampaio, 2014, *Emerging Markets Review*, 20.

4 Dados e Metodologia

O IGEM-Brasil, utiliza dados de companhias estatais e mistas disponibilizadas na página da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e divulgados por 26 companhias de controle estatal e misto listadas na bolsa de valores, com dados existentes para o período de 2010 até 2017. Os dados coletados tratam de informações associadas às práticas de governança já estudadas pela literatura anterior. Como explicado previamente, as informações utilizadas se referem basicamente à quatro das dimensões originalmente apresentadas no trabalho de Black et al. (2014), também já descritas no presente estudo.

A Tabela 2 abrange características da amostra, em termos de distribuição entre os segmentos de listagem da B3, bem como o setor de atuação dessas companhias. Como pode ser observado, boa parte das companhias listadas estatais ou mistas estão presentes em segmentos de listagem inferiores (cerca de 85%) até 2016, havendo uma pequena queda neste valor para cerca de 81% em 2017. Vale destacar que apenas três companhias estão listadas no Novo Mercado, o nível mais alto de listagem da bolsa brasileira. Já a segunda parte da Tabela 1 trata do setor de atuação das companhias, tendo como parâmetro a classificação setorial do *software* Econômica. A distribuição setorial da amostra do presente estudo comprova o que é mencionado pelo relatório da OCDE (2015) a respeito dos setores de atuação predominantes das estatais, já que cerca de 81% das companhias que compõem o índice atuam em setores de infraestrutura e de grande importância para a estabilidade econômica do país: os destaques são os setores de Energia Elétrica (42%) e Finanças e Seguros (31%).

Tabela 2
Descrição da amostra

| | Segmento de Listagem por ano | | | | Total |
|-----------|------------------------------|--------------------|----------------|------------------|------------|
| | Tradicional | Nível 1 | Nível 2 | Novo Mercado | |
| 2010-2016 | 15 58% | 7 27% | 1 4% | 3 12% | 26 100% |
| 2017 | 14 54% | 7 27% | 2 8% | 3 12% | 26 100% |
| | Setor de Atuação | | | | |
| | Energia Elétrica | Finanças e Seguros | Petróleo e Gas | Telecomunicações | Outros |
| 2010-2017 | 11 42% | 8 31% | 1 4% | 1 4% | 5 19% |

A coleta dos dados está concentrada principalmente nos diversos itens apresentados nos Formulários de Referência ativos de cada uma das companhias, disponibilizados em periodicidade anual no site da CVM. Deve ser ressaltado também que foram executadas pesquisas nos Estatutos Sociais das mesmas companhias, como também nos sites de Relações com Investidores das companhias consideradas, já que um dos elementos considerados no IGEM-Brasil trata exatamente do esforço das companhias em realizar o *disclosure* das informações em suas páginas de RI para que o investidor tenha pleno acesso a informações sobre como estas performaram em determinado período.

As informações extraídas para a construção do índice também foram utilizadas para a execução de testes t de diferença entre médias que captassem possíveis significâncias na governança das companhias que compõem a amostra do estudo, de acordo com os segmentos em que estão listadas. Os testes foram executados com base em três grupos:

- a) Todas as companhias: todas as 26 companhias da amostra envolvidas nos testes;
- b) Nível 1 e Tradicional: considera as companhias listadas em segmentos inferiores;
- c) Nível 2 e Novo Mercado: considera as companhias listadas em segmentos superiores.

Assim como em Black et al. (2014), os testes realizados possuem diferentes combinações. Como poderá ser observado nas tabelas apresentadas na seção seguinte, foram realizados testes confrontando as diferenças ao longo dos anos incluindo não apenas um mesmo grupo de segmentos, como também as diferenças de média entre os diferentes grupos de segmentos de listagem. Tais testes compreendem não só as diferenças apresentadas para o IGEM-Brasil, como também as diferenças para cada uma das dimensões que compõem o índice.

5 Resultados

A Tabela 3 mostra como se comportaram o IGEM-Brasil e suas quatro dimensões ponderadas entre 2010 e 2017. Apesar da dimensão de Direitos dos Acionistas Minoritários ter apresentado pequenas oscilações ao longo do período, os números mostram que a governança das companhias da amostra vem melhorando ano a ano e sem regressos.

O IGEM-Brasil apresentou evoluções ano após ano, o que pode ser explicado em boa parte pela dimensão de Procedimentos do Conselho de Administração que saiu de 0,08 em 2010 até chegar em 0,14 em 2017. A dimensão de Transparência também jamais apresentou redução

Tabela 3
IGEM-Brasil e suas dimensões

| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|--------------------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| IGEM-Brasil | 0,46 | 0,49 | 0,50 | 0,52 | 0,55 | 0,57 | 0,58 | 0,59 |
| Transparência | 0,15 | 0,17 | 0,17 | 0,18 | 0,19 | 0,19 | 0,19 | 0,19 |
| Estrutura do Conselho de Administração | 0,14 | 0,14 | 0,14 | 0,14 | 0,14 | 0,15 | 0,15 | 0,16 |
| Procedimentos do Conselho de Administração | 0,08 | 0,10 | 0,11 | 0,11 | 0,12 | 0,13 | 0,14 | 0,14 |
| Direitos dos Acionistas Minoritários | 0,09 | 0,08 | 0,08 | 0,09 | 0,10 | 0,10 | 0,09 | 0,10 |

em seu valor, tendo se estabilizado a partir de 2014 até o último ano considerado. Já a dimensão de Estrutura do Conselho de Administração apresentou maior constância na aplicação de boas práticas de governança corporativa, já que a sua evolução entre o ano inicial e o ano final foi de apenas 0,02. O principal resultado observado na tabela anterior é a tendência geral que as companhias apresentam de manter ou melhorar as boas práticas de governança ao longo dos anos mesmo que, em alguns aspectos, lentamente. Tal resultado é reforçado pelo

comportamento do BCGI apresentado por Black et al. (2014), em que há evolução do índice e de suas dimensões para os anos de 2004, 2006 e 2009.

Tabela 4
Evolução das boas práticas de governança

| Dimensão 1: Estrutura do Conselho de Administração | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Independência do Conselho | | | | | | | | |
| a) O conselho possui um ou mais diretores independentes. | 0,27 | 0,27 | 0,29 | 0,35 | 0,35 | 0,35 | 0,50 | 0,58 |
| b) O conselho tem pelo menos 30% de seus diretores independentes. | 0,04 | 0,12 | 0,15 | 0,12 | 0,08 | 0,15 | 0,23 | 0,23 |
| c) O conselho tem pelo menos 50% de seus diretores independentes. | 0,04 | 0,08 | 0,08 | 0,04 | 0,04 | 0,12 | 0,04 | 0,12 |
| d) O CEO não é o presidente do Conselho . | 0,81 | 0,85 | 0,87 | 0,92 | 0,92 | 0,92 | 0,96 | 0,96 |
| Comitê de Auditoria e Conselho Fiscal | | | | | | | | |
| e) Existe Comitê de Auditoria. | 0,38 | 0,42 | 0,42 | 0,42 | 0,46 | 0,46 | 0,46 | 0,54 |
| f) Existe Conselho Fiscal permanente ou não permanente. | 1,00 | 1,00 | 1,00 | 1,00 | 1,00 | 1,00 | 1,00 | 1,00 |
| g) A companhia tem um Conselho Fiscal ou um Comitê de Auditoria que inclui representante dos acionistas minoritários. | 0,88 | 0,88 | 0,87 | 0,92 | 0,92 | 0,92 | 0,92 | 0,96 |
| Dimensão 2: Procedimentos do Conselho de Administração | | | | | | | | |
| a) A companhia possui um sistema de avaliação da performance do CEO. | 0,12 | 0,19 | 0,23 | 0,23 | 0,27 | 0,31 | 0,31 | 0,31 |
| b) A companhia possui um sistema para avaliar outros executivos. | 0,15 | 0,23 | 0,23 | 0,23 | 0,27 | 0,35 | 0,38 | 0,38 |
| c) A companhia possui código de ética. | 0,38 | 0,46 | 0,54 | 0,46 | 0,62 | 0,62 | 0,73 | 0,73 |
| d) Existem regras específicas que regem o conselho. | 0,58 | 0,69 | 0,77 | 0,77 | 0,81 | 0,81 | 0,81 | 0,85 |
| Dimensão 3: Direitos dos Acionistas Minoritários | | | | | | | | |
| a) Eleições anuais são realizadas para todos os conselheiros. | 0,31 | 0,12 | 0,12 | 0,12 | 0,19 | 0,19 | 0,08 | 0,08 |
| b) <i>Tag along</i> na venda do controle excede o mínimo legal. | 0,23 | 0,23 | 0,23 | 0,23 | 0,27 | 0,27 | 0,31 | 0,35 |
| c) A arbitragem é utilizada em disputas entre acionistas. | 0,31 | 0,31 | 0,31 | 0,31 | 0,35 | 0,35 | 0,35 | 0,38 |
| d) A companhia não possui capital autorizado ou fornece direitos de preferência. | 0,58 | 0,58 | 0,58 | 0,65 | 0,65 | 0,62 | 0,58 | 0,54 |
| e) Free float \geq 25% do total de ações. | 0,46 | 0,46 | 0,46 | 0,50 | 0,58 | 0,54 | 0,54 | 0,58 |
| Dimensão 4: Transparência | | | | | | | | |
| a) A companhia disponibiliza a agenda anual de eventos. | 0,50 | 0,50 | 0,46 | 0,46 | 0,50 | 0,50 | 0,54 | 0,54 |
| b) Estão disponíveis demonstrações financeiras em inglês. | 0,31 | 0,35 | 0,35 | 0,35 | 0,38 | 0,35 | 0,38 | 0,38 |
| c) As demonstrações financeiras trimestrais são consolidadas. | 0,58 | 0,81 | 0,81 | 0,88 | 0,88 | 0,88 | 0,88 | 0,88 |
| d) As demonstrações financeiras possuem Análise e Discussão da Administração (MD&A) sobre a situação financeira e resultados operacionais. | 0,69 | 0,73 | 0,77 | 0,88 | 0,92 | 0,96 | 0,96 | 0,96 |
| e) As demonstrações financeiras anuais estão disponíveis no <i>site</i> de RI. | 0,88 | 0,88 | 0,88 | 0,92 | 0,92 | 0,96 | 0,96 | 0,96 |
| f) As demonstrações financeiras trimestrais estão disponíveis no <i>site</i> de RI. | 0,58 | 0,81 | 0,81 | 0,88 | 0,88 | 0,88 | 0,88 | 0,88 |
| g) O auditor não oferece serviços diferentes de auditoria. | 0,54 | 0,65 | 0,62 | 0,65 | 0,69 | 0,77 | 0,81 | 0,73 |

Nota. Adaptado de “ Evolution of Corporate Governance in Brazil”, de B. S. Black, A. G. de Carvalho e J. O. Sampaio, 2014, *Emerging Markets Review*, 20.

A Tabela 4 apresenta o comportamento de cada uma das boas práticas que compõem o IGEM-Brasil, separadas por suas respectivas dimensões. As oscilações apresentadas ao longo do período pelos itens b) e c) revelam que não há tanto rigor com a proporção do conselho ocupada por conselheiros independentes. Por outro lado, destaca-se o aumento do número de companhias com pelo menos um conselheiro independente ao longo do período, tendo em vista que sua pontuação se elevou em 0,31 entre 2010 e 2017.

Já para a dimensão de Procedimentos do Conselho de Administração, nota-se que apenas o item que trata do Código de Ética apresenta queda em sua pontuação de 2012 para 2013. Entretanto, essa oscilação é compensada por aumento considerável de sua pontuação nos

anos seguintes. Assim como na dimensão anterior, a evolução da aplicação das boas práticas é evidente.

Os itens que tratam dos Direitos dos Acionistas Minoritários apresentam evolução mais discreta, tendo em vista o menor aumento da pontuação entre o primeiro ano e o último ano considerados e a oscilação das pontuações ao longo dos anos. Os elementos que tratam do *tag along* e da utilização de arbitragem na resolução de conflitos apresentam trajetória de evolução ao longo de todos os anos. Por outro lado, deve ser destacado o item que trata da eleição anual dos conselheiros no qual, após 2010, revelou que muitas das companhias passaram a ter pelo menos um conselheiro com mandato maior que um ano.

Por fim, na dimensão de Transparência os itens sobre a divulgação de agenda anual de eventos, apresentação demonstrações financeiras em inglês e prestação exclusiva de serviços de auditoria por parte de auditor apresentaram oscilações entre 2010 e 2017. O destaque positivo vai para os itens que tratam especificamente da qualidade e a disponibilização de demonstrações financeiras trimestrais e anuais nos sites de Relacionamento com Investidores das companhias. O item de divulgação de demonstração financeira trimestral, bem como sua consolidação, apresentou aumento de 0,30. Já o item que trata do MD&A (comentários da diretoria a respeito dos resultados) apresentou elevação de 0,27.

Alguns destes resultados obtidos podem ser analisados juntamente com a literatura anterior. Em Silva e Leal (2005) observa-se que já havia uma preocupação entre as companhias para que o CEO e o presidente do conselho não fossem a mesma pessoa. O presente estudo confirma que essa preocupação se manteve para as companhias com participação estatal, já que quase todas elas contemplaram tal requisito no presente estudo. Adicionalmente, a resolução de conflitos por meio de arbitragem também parece ter ganhado espaço entre as companhias: ao passo que até 2000 nenhuma das companhias estudadas por Silva e Leal (2005) havia utilizado o mecanismo, o estudo de Black et al. (2014) traz evidências, a partir de 2004, de que há utilização da arbitragem para resolução de conflitos com acionistas. O presente estudo mostra que ao considerar apenas a fatia de companhias estatais e mistas a tendência se mantém, já que existem evidências de alguma adoção da arbitragem para a resolução de conflitos.

Em Silveira et al. (2009) é destacado que a evolução observada no CGI é insatisfatória, ao contrário do que é observado no presente estudo, já que o IGEM-Brasil apresentou aumento de aproximadamente 28% em seu valor entre 2010 e 2017. No mesmo estudo, os autores destacam que o subíndice com o melhor desempenho trata do *disclosure* das companhias, ao passo que o subíndice de direitos dos acionistas apresenta o pior desempenho. Os resultados aqui obtidos reforçam tal resultado, já que a dimensão que apresentou, em média, os maiores

valores ponderados foi a dimensão de Transparência ao mesmo tempo em que a dimensão de Direitos dos Acionistas Minoritários apresentou o pior valor médio. O estudo de La Porta et al. (1998) mostra que países pertencentes à família “French-civil Law”, o que inclui o Brasil, apresentam maior concentração de propriedade e a pior proteção aos investidores, o que ajuda a explicar a origem da lenta evolução da evolução dos Direitos dos Acionistas Minoritários em Silveira et al. (2009) e no presente estudo.

Já a Tabela 5 revela a significância estatística das diferenças no IGEM-Brasil obtidas entre os anos para todas as companhias e entre os grupos formados de acordo com os segmentos de listagem das companhias da amostra, descritos na seção anterior. Considerando as comparações ano a ano de todos os segmentos de listagem, níveis superiores de listagem e níveis inferiores de listagem nenhuma delas apresentou significância estatística a pelo menos 10%. Entretanto, houve significância a 5% nas análises que levaram em conta a diferença entre 2010 e 2017 para todos os segmentos e para o grupo de companhias listadas em segmentos inferiores, ambos com diferença de 0,13 entre o início e o final do período, destacando a evolução da governança apresentada por companhias pertencentes aos segmentos inferiores ao longo dos oito anos considerados.

Já a última coluna desta mesma tabela buscou por eventuais significâncias estatísticas nas diferenças entre o grupo inferior e superior de listagem para cada um dos anos. Encontrou-se que todas as diferenças são significantes a pelo menos 5%, com destaque para o intervalo de 2014 a 2016, quando as diferenças entre os segmentos superiores e inferiores de listagem foi de 1%. Considerando o maior rigor de governança para as companhias de segmentos de listagem superiores, tais resultados confirmam a expectativa de que há diferença na aplicação de boas práticas de governança entre companhias pertencentes a segmentos de listagem superiores e inferiores. Entretanto, deve ser ressaltado que essa diferença não apresenta tendência de crescimento, o que pode ser explicado justamente pela evolução apresentada pelas companhias listadas nos segmentos inferiores.

Tabela 5
Testes de diferença entre médias – IGEM-Brasil

| | Todos os segmentos de listagem | Novo Mercado(NM) e Nível 2 (N2) | Nível 1 (N1) e Tradicional (Trad.) | NM e N2 vs N1 e Trad. |
|-------------------------|--------------------------------|---------------------------------|------------------------------------|-----------------------|
| 2010 | 0,46 | 0,67 | 0,42 | 0,25** |
| Dif. | 0,03 | 0,03 | 0,03 | |
| 2011 | 0,49 | 0,71 | 0,45 | 0,26** |
| Dif. | 0,01 | 0,02 | 0,01 | |
| 2012 | 0,5 | 0,73 | 0,46 | 0,27*** |
| Dif. | 0,02 | 0,00 | 0,02 | |
| 2013 | 0,52 | 0,73 | 0,48 | 0,25** |
| Dif. | 0,03 | 0,02 | 0,04 | |
| 2014 | 0,55 | 0,74 | 0,52 | 0,22*** |
| Dif. | 0,02 | 0,06 | 0,00 | |
| 2015 | 0,57 | 0,81 | 0,52 | 0,28*** |
| Dif. | 0,01 | -0,01 | 0,02 | |
| 2016 | 0,58 | 0,80 | 0,54 | 0,26*** |
| Dif. | 0,01 | -0,04 | 0,01 | |
| 2017 | 0,59 | 0,76 | 0,55 | 0,20** |
| Dif. (2017-2010) | 0,13** | 0,08 | 0,13** | |

Nota. Adaptado de “ Evolution of Corporate Governance in Brazil”, de B. S, Black, A. G. de Carvalho e J. O. Sampaio, 2014, *Emerging Markets Review*, 20.

***, ** e * indicam significância estatística de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Assim como em Black et al. (2014), todas as diferenças de média são significantes entre os grupos superiores e inferiores de listagem. Essa semelhança nos resultados fornece evidências de que a melhor governança aplicada por companhias presentes em segmentos de listagem superiores se mantém para um período mais recente de estudo e exclusivamente para companhias com participação estatal. As diferenças significantes nas boas práticas de governança entre companhias de segmentos superiores e inferiores pode ser explicada por Black et al. (2014). O estudo encontra que companhias de segmentos inferiores não possuem propensão em aprimorar a governança em elementos que não são obrigatórios para segmentos superiores de governança, enquanto as companhias posicionadas em segmentos superiores buscam aprimoramento de sua governança em tais elementos além do que seria exigido.

Como próximo passo, buscou-se estender a análise para cada uma das dimensões do IGEM-Brasil. A Tabela 6 apresenta a significância estatística de cada uma das diferenças apresentadas pelas dimensões do índice ano a ano, considerando a mesma divisão por segmentos de listagem superiores e inferiores.

As diferenças estatisticamente significantes foram encontradas nos testes que consideraram todas as companhias e apenas as companhias pertencentes aos segmentos de listagem inferiores. No teste realizado para todas as companhias houve significância estatística nas dimensões de Procedimentos do Conselho de Administração (0,26) e Transparência (0,18) entre 2010 e 2017, ambas ao nível de 1%.

Dentre os testes realizados para as companhias de segmentos de listagem inferiores, as mesmas dimensões apresentaram significância estatística, também para os testes que confrontaram 2010 e 2017. A dimensão de Procedimentos do Conselho de Administração apresentou uma diferença de 0,27 significativa a 1%, enquanto a dimensão de Transparência apresentou diferença de 0,18 entre os anos mencionados com significância de 5%. Os resultados observados não apresentam significância estatística nas diferenças de ano a ano. Entretanto, as significâncias entre o início e o final do período revelam que, de fato, houve preocupação com a melhora dos procedimentos do conselho e com o *disclosure* de informações por parte das companhias do Nível 1 e Tradicional.

Por fim, a Tabela 7 analisa a evolução de cada uma das dimensões do IGEM-Brasil, confrontando as diferenças entre os segmentos de governança ano a ano. A dimensão que trata de aspectos referentes à Estrutura do Conselho de Administração apresentou diferenças significantes entre os segmentos superiores e inferiores de listagem em vários dos anos, com exceção dos anos de 2010 e 2016, evidenciando a melhor estrutura apresentada pelos conselhos das companhias pertencentes aos segmentos superiores. Nesta mesma dimensão, a maior diferença encontrada aparece no ano de 2012 (0,33), significativa a 1%.

Como já mostrado anteriormente, a dimensão de Estrutura do Conselho de Administração possui duas subdimensões: Independência do Conselho e Comitê de Auditoria e Conselho Fiscal. A primeira subdimensão mencionada apresentou diferenças significantes entre os anos de 2012 e 2015, sendo a maior diferença apresentada no primeiro ano deste período, com o valor de 0,47 e significativa a 5%. Por outro lado, a subdivisão de Comitê de Auditoria e Conselho Fiscal apresentou diferenças que vão de 0,12 (2017) a 0,19 (2010 e 2012), porém em nenhum dos anos foram estatisticamente significantes.

Tabela 6
Testes de diferença entre médias - dimensões

| Todos os Segmentos | 2010 | Dif. | 2011 | Dif. | 2012 | Dif. | 2013 | Dif. | 2014 | Dif. | 2015 | Dif. | 2016 | Dif. | 2017 | Dif. 2010 - 2017 |
|-------------------------------------|------|-------|------|-------|------|-------|------|-------|------|-------|------|-------|------|-------|------|------------------|
| Estrutura do Conselho de Adm. | 0,57 | -0,02 | 0,55 | 0,01 | 0,56 | 0,01 | 0,57 | 0,01 | 0,58 | 0,02 | 0,59 | 0,02 | 0,61 | 0,04 | 0,65 | 0,08 |
| Independência do Conselho | 0,38 | -0,06 | 0,33 | 0,03 | 0,36 | 0,00 | 0,36 | -0,01 | 0,35 | 0,05 | 0,39 | 0,04 | 0,43 | 0,04 | 0,47 | 0,09 |
| Com. Auditoria e Cons. Fiscal | 0,76 | 0,01 | 0,77 | -0,01 | 0,76 | 0,03 | 0,78 | 0,03 | 0,81 | -0,01 | 0,79 | 0,00 | 0,79 | 0,04 | 0,83 | 0,08 |
| Procedimentos do Conselho de Adm. | 0,31 | 0,09 | 0,39 | 0,05 | 0,44 | -0,02 | 0,42 | 0,07 | 0,49 | 0,03 | 0,52 | 0,04 | 0,56 | 0,01 | 0,57 | 0,26*** |
| Direito dos Acionistas Minoritários | 0,38 | -0,04 | 0,34 | 0,00 | 0,34 | 0,02 | 0,36 | 0,05 | 0,41 | -0,02 | 0,39 | -0,02 | 0,37 | 0,02 | 0,38 | 0,01 |
| Transparência | 0,58 | 0,09 | 0,68 | -0,01 | 0,67 | 0,05 | 0,72 | 0,02 | 0,74 | 0,02 | 0,76 | 0,02 | 0,77 | -0,01 | 0,76 | 0,18*** |
| Novo Mercado e Nível 2 | 2010 | Dif. | 2011 | Dif. | 2012 | Dif. | 2013 | Dif. | 2014 | Dif. | 2015 | Dif. | 2016 | Dif. | 2017 | Dif. 2010 - 2017 |
| Estrutura do Conselho de Adm. | 0,71 | 0,06 | 0,77 | 0,06 | 0,83 | -0,06 | 0,77 | -0,03 | 0,74 | 0,09 | 0,83 | -0,03 | 0,80 | -0,01 | 0,79 | 0,08 |
| Independência do Conselho | 0,50 | 0,13 | 0,63 | 0,13 | 0,75 | -0,13 | 0,63 | -0,06 | 0,56 | 0,19 | 0,75 | -0,06 | 0,69 | -0,04 | 0,65 | 0,15 |
| Com. Auditoria e Cons. Fiscal | 0,92 | 0,00 | 0,92 | 0,00 | 0,92 | 0,00 | 0,92 | 0,00 | 0,92 | 0,00 | 0,92 | 0,00 | 0,92 | 0,02 | 0,93 | 0,02 |
| Procedimentos do Conselho de Adm. | 0,56 | 0,13 | 0,69 | 0,00 | 0,69 | 0,00 | 0,69 | -0,06 | 0,63 | 0,13 | 0,75 | 0,00 | 0,75 | -0,05 | 0,70 | 0,14 |
| Direito dos Acionistas Minoritários | 0,75 | -0,10 | 0,65 | 0,00 | 0,65 | 0,05 | 0,70 | 0,05 | 0,75 | 0,00 | 0,75 | -0,05 | 0,70 | -0,02 | 0,68 | -0,07 |
| Transparência | 0,68 | 0,04 | 0,71 | 0,04 | 0,75 | 0,00 | 0,75 | 0,11 | 0,86 | 0,04 | 0,89 | 0,04 | 0,93 | -0,07 | 0,86 | 0,18 |
| Nível 1 e Tradicional | 2010 | Dif. | 2011 | Dif. | 2012 | Dif. | 2013 | Dif. | 2014 | Dif. | 2015 | Dif. | 2016 | Dif. | 2017 | Dif. 2010 - 2017 |
| Estrutura do Conselho de Adm. | 0,55 | -0,04 | 0,51 | 0,00 | 0,51 | 0,03 | 0,53 | 0,02 | 0,55 | 0,00 | 0,55 | 0,03 | 0,58 | 0,04 | 0,62 | 0,07 |
| Independência do Conselho | 0,36 | -0,09 | 0,27 | 0,01 | 0,28 | 0,02 | 0,31 | 0,00 | 0,31 | 0,02 | 0,33 | 0,06 | 0,39 | 0,04 | 0,43 | 0,06 |
| Com. Auditoria e Cons. Fiscal | 0,73 | 0,02 | 0,74 | -0,02 | 0,73 | 0,03 | 0,76 | 0,03 | 0,79 | -0,02 | 0,77 | 0,00 | 0,77 | 0,04 | 0,81 | 0,08 |
| Procedimentos do Conselho de Adm. | 0,26 | 0,08 | 0,34 | 0,06 | 0,40 | -0,02 | 0,38 | 0,09 | 0,47 | 0,01 | 0,48 | 0,05 | 0,52 | 0,01 | 0,54 | 0,27*** |
| Direito dos Acionistas Minoritários | 0,31 | -0,03 | 0,28 | 0,00 | 0,28 | 0,02 | 0,30 | 0,05 | 0,35 | -0,02 | 0,33 | -0,02 | 0,31 | 0,01 | 0,31 | 0,01 |
| Transparência | 0,56 | 0,10 | 0,67 | -0,01 | 0,66 | 0,06 | 0,71 | 0,01 | 0,72 | 0,01 | 0,73 | 0,01 | 0,75 | -0,01 | 0,74 | 0,18** |

Nota. Adaptado de “ Evolution of Corporate Governance in Brazil”, de B. S. Black, A. G. de Carvalho e J. O. Sampaio, 2014, *Emerging Markets Review*, 20.

***, ** e * indicam significância estatística de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

A segunda dimensão testada trata dos Procedimentos do Conselho de Administração. Houve significância estatística entre os anos de 2010 e 2013. Em 2010 foi encontrada uma diferença de 0,30 entre os grupos de segmentos de listagem, significante 1%. Em 2011, a diferença atingiu seu pico (0,35), porém com 10% de significância. Na segunda metade do período não foram encontradas diferenças com significância.

Já a dimensão de Direito dos Acionistas Minoritários foi a única que apresentou diferenças estatisticamente significantes em todos os anos considerados no estudo. Este resultado sinaliza que os segmentos de listagem superiores possuem aplicação consideravelmente melhor de boas práticas de governança direcionadas aos acionistas

minoritários. Black et al. (2014) também apresenta tal resultado e explica que a obrigatoriedade de parte de tais elementos em relação aos segmentos superiores justifica a diferença na pontuação. As exigências quanto à utilização de arbitragem, concessão de *tag along* acima do mínimo legal e *free float* são elementos que possuem maior rigor no regulamento dos segmentos superiores. Adicionalmente, a presença predominante de companhias do segmento Tradicional na amostra também é capaz de explicar a diferença na pontuação apresentada entre os segmentos inferiores e superiores.

A dimensão de Transparência apresentou, em média, a menor diferença entre os segmentos de listagem, mostrando que mesmo com menos exigências em termos de governança, os níveis inferiores de listagem possuem comprometimento mais próximos dos segmentos superiores no que se refere à divulgação de informações e o acesso às mesmas. Apenas o ano de 2016, que apresentou diferença de 0,18 entre os grupos de segmentos se mostrou estatisticamente significativa (10%). Entre 2013 e 2017 nota-se certa estabilidade na utilização de boas práticas de Transparência para as companhias presentes nos segmentos Tradicional e Nível 1.

Os resultados obtidos não permitem rejeitar a hipótese estabelecida no início deste estudo. As companhias estatais e mistas apresentaram manutenção e evolução das boas práticas de governança adotadas entre 2010 e 2017. É evidente que nem todas as práticas apresentaram evolução uniforme ao longo do período estudado, mas por outro lado, não há sinais de grandes regressos na governança das companhias estudadas. Entretanto, os resultados encontrados revelam que parte do progresso da governança de companhias estatais e mistas é recente e que ainda há espaço para a melhora.

Essa afirmação se sustenta ao observar que em 2017 apenas pouco mais da metade das companhias possuía pelo menos um diretor independente, quase um terço possuía sistema de avaliação do CEO e que apenas 38% das companhias apresenta demonstrações financeiras em inglês no site de RI. Tais números são similares aos encontrados em Black et. al. (2010), revelando que, em 2005, as empresas de controle privado já possuíam alguns números similares às companhias estatais e mistas em 2017, no que se refere às boas práticas de governança. Assim, o presente estudo evidencia a evolução da aplicação de boas práticas por parte de companhias estatais e mistas, porém deve haver atenção quanto à continuidade deste processo para o futuro, já que algumas dessas práticas necessitam de maior rigor em sua aplicação.

Tabela 7
Testes de diferença entre médias – dimensões e segmentos de listagem

| Dimensão/ Subdimensão | Ano | Novo Mercado e Nível 2 | Nível 1 e Tradicional | Diferença |
|---------------------------------------|------|---------------------------|--------------------------|----------------|
| Estrutura do Conselho de Adm. | 2010 | 0,71 | 0,55 | 0,16 |
| | 2011 | 0,77 | 0,51 | 0,26*** |
| | 2012 | 0,83 | 0,51 | 0,33*** |
| | 2013 | 0,77 | 0,53 | 0,24*** |
| | 2014 | 0,74 | 0,55 | 0,19** |
| | 2015 | 0,83 | 0,55 | 0,28* |
| | 2016 | 0,80 | 0,58 | 0,22 |
| | 2017 | 0,79 | 0,62 | 0,17* |
| Independência do Conselho | 2010 | 0,50 | 0,36 | 0,14 |
| | 2011 | 0,63 | 0,27 | 0,35 |
| | 2012 | 0,75 | 0,28 | 0,47** |
| | 2013 | 0,63 | 0,31 | 0,32** |
| | 2014 | 0,56 | 0,31 | 0,26** |
| | 2015 | 0,75 | 0,33 | 0,42* |
| | 2016 | 0,69 | 0,39 | 0,30 |
| | 2017 | 0,65 | 0,43 | 0,22 |
| Comitê de Auditoria e Conselho Fiscal | 2010 | 0,92 | 0,73 | 0,19 |
| | 2011 | 0,92 | 0,74 | 0,17 |
| | 2012 | 0,92 | 0,73 | 0,19 |
| | 2013 | 0,92 | 0,76 | 0,16 |
| | 2014 | 0,92 | 0,79 | 0,13 |
| | 2015 | 0,92 | 0,77 | 0,14 |
| | 2016 | 0,92 | 0,77 | 0,14 |
| | 2017 | 0,93 | 0,81 | 0,12 |
| Procedimentos do Conselho de Adm. | 2010 | 0,56 | 0,26 | 0,30*** |
| | 2011 | 0,69 | 0,34 | 0,35* |
| | 2012 | 0,69 | 0,40 | 0,29* |
| | 2013 | 0,69 | 0,38 | 0,31* |
| | 2014 | 0,63 | 0,47 | 0,16 |
| | 2015 | 0,75 | 0,48 | 0,27 |
| | 2016 | 0,75 | 0,52 | 0,23 |
| | 2017 | 0,70 | 0,54 | 0,16 |
| Direito dos Acionistas Minoritários | 2010 | 0,75 | 0,31 | 0,44** |
| | 2011 | 0,65 | 0,28 | 0,37** |
| | 2012 | 0,65 | 0,28 | 0,37** |
| | 2013 | 0,70 | 0,30 | 0,40* |
| | 2014 | 0,75 | 0,35 | 0,40** |
| | 2015 | 0,75 | 0,33 | 0,42** |
| | 2016 | 0,70 | 0,31 | 0,39* |
| | 2017 | 0,68 | 0,31 | 0,37** |
| Transparência | 2010 | 0,68 | 0,56 | 0,11 |
| | 2011 | 0,71 | 0,67 | 0,05 |
| | 2012 | 0,75 | 0,66 | 0,09 |
| | 2013 | 0,75 | 0,71 | 0,04 |
| | 2014 | 0,86 | 0,72 | 0,14 |
| | 2015 | 0,89 | 0,73 | 0,16 |
| | 2016 | 0,93 | 0,75 | 0,18* |
| | 2017 | 0,86 | 0,74 | 0,12 |

Nota. Adaptado de “ Evolution of Corporate Governance in Brazil”, de B. S. Black, A. G. de Carvalho e J. O. Sampaio, 2014, *Emerging Markets Review*, 20.

***, ** e * indicam significância estatística de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

6 Considerações Finais

De acordo com o IGEM-Brasil, as companhias de controle estatal e misto listadas apresentam evolução da adoção de boas práticas de governança sendo que, entre 2010 e 2017, não havendo qualquer redução na pontuação do índice e de três de suas quatro dimensões. Assim, é observada a tendência que essas companhias têm de manter as práticas anteriormente já adotadas ou aperfeiçoar sua governança em quesitos em que possa haver maior necessidade.

Já as análises de diferença de média para o IGEM-Brasil revelaram que, para todos os anos estudados, existe de fato uma diferença na aplicação de boas práticas de governança entre companhias listadas em segmentos superiores e inferiores. Nota-se que as exigências dos segmentos de listagem superior acabam sendo eficazes na adoção de boa governança por parte dessas companhias para seus *stakeholders*.

Assim como observado nos testes realizados para o índice, boa parte dos testes realizados para as dimensões entre os segmentos de listagem superiores e inferiores ano a ano apresentou significância estatística. Como observado, ao longo do período as companhias pertencentes ao Novo Mercado e Nível 2 apresentaram maior cuidado com os direitos de seus acionistas minoritários, além de possuírem um conselho melhor estruturado em comparação às companhias do Nível 1 e Tradicional. Por outro lado, as companhias listadas em segmentos inferiores apresentaram significativa melhora no IGEM-Brasil entre 2010 e 2017, com destaque para as dimensões de Procedimentos do Conselho de Administração e Transparência que apresentaram evolução significativa entre o início e o final do período.

Considerando que há pouca literatura que trata especificamente da governança de companhias de controle estatal e misto, sugere-se como proposta de pesquisa futura a análise de evolução da governança de tais companhias como feito em Black et al. (2014), ou seja, por meio de *survey*. A vantagem deste instrumento está na possibilidade em obter informações mais completas e que nem sempre estão disponíveis publicamente, favorecendo uma análise mais completa e capaz de captar mais particularidades dessas companhias.

Referências

- Alves P., Couto E. B., & Francisco, P. M. (2015). Board of directors' composition and capital structure. *Research in International Business and Finance*, 35, 1–32.
- Black, B., Carvalho, A. G. de, & Gorga, É. (2010). Corporate Governance in Brazil. *Emerging Markets Review*, 11(1), 21–38.
- Black, B., Carvalho, A. G. de, & Sampaio, J. O. (2014). The evolution of corporate governance in Brazil. *Emerging Markets Review*, 20, 176–195.
- Detthamrong, U., Chancharat, N., & Vithessonthi, C. (2017). Corporate governance, capital structure and firm performance: Evidence from Thailand. *Research in International Business and Finance*, 42, 689-709.
- Doidge, C., Karolyi, G. A., & Stulz, R. M. (2007). Why do countries matter so much for corporate governance? *Journal of Financial Economics*, 86(1), 1-39.
- He, X., Eden, L., & Hitt, M.A. (2016). Shared Governance: Institutional Investors as a Counterbalance to the State in State Owned Multinationals. *Journal of International Management*, 22(2), 115-130.
- He, Y., Chiu, Y., & Zhang, B. (2015). The impact of corporate governance on state-owned and non-state-owned firms efficiency in China. *North American Journal of Economics and Finance*, 33, 252-277.
- Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (2003). Boards Of Directors As An Endogenously Determined Institution: A Survey Of The Economic Literature. *Economic Policy Review*, 9(1), 7-26.
- Kim, K. A., Kitsabunnarat-Chatjuthamard, P., & Nofsinger, J. R. (2007). Large shareholders, board independence, and minority shareholder rights: Evidence from Europe. *Journal of Corporate Finance*. 13(5), 859-880.
- Klapper, L. F., & Love, I. (2004). Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. *Journal of Corporate Finance*, 10(5), 703–728.
- La Porta, R., Lopez de Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1998). Law and Finance. *Journal of Political Economy*, 106(6), 1113-1155.
- Leal, R. P. C., & Saito, R. (2003). Finanças Corporativas no Brasil. *RAE-Eletrônica*, 2(2), 1-15. Recuperado de https://rae.fgv.br/sites/rae.fgv.br/files/artigos/10.1590_S1676-56482003000200010.pdf
- Miranda, R. A. de, & Amaral, H. F. (2011). Governança corporativa e gestão socialmente responsável em empresas estatais. *Revista de Administração Pública*. 45(4), 1069-1094.
- Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (2015). *Diretrizes da OCDE sobre Governança Corporativa de Empresas Estatais*. Paris: Autor.

- Silva, A. L. C. da, & Leal, R. P. C. (2005). Corporate governance index, firm valuation and performance in Brazil. *Revista Brasileira de Finanças*, 3(1), 1–18.
- Silveira, A. D. M. da, Barros, L. A. B., & Perobelli, F.F.C. (2008). Governança Corporativa e os Determinantes da Estrutura de Capital: Evidências Empíricas no Brasil. *Revista de Administração Contemporânea*, Curitiba, 12(3), 763-788.
- Silveira, A. D. M. da, Leal, R. P. C., Barros, L. A. B. de C., & Silva, A. L. C. da (2009). Determinants of firm-level corporate governance quality in Brazil. *Revista de Administração da Universidade de São Paulo*, 44(3), 173–189.