

# MOTIVAÇÕES PARA A ADOÇÃO DE MELHORES PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA SEGUNDO DIRETORES DE RELAÇÕES COM INVESTIDORES

MOTIVATIONS TO THE ADOPTION OF BEST CORPORATE GOVERNANCE PRACTICES ACCORDING TO DIRECTORS OF INVESTOR RELATIONS

**VERA MARIA RODRIGUES PONTE**  
vponte@fortalnet.com.br

**MARCELLE COLARES OLIVEIRA**  
marcellecolares@unifor.br

**MÁRCIA MARTINS MENDES DE LUCA**  
marciadeluca@ufc.br

**ODERLENE VIEIRA DE OLIVEIRA**  
Oderlene@hotmail.com

**LINDENBERG ARAÚJO ARAGÃO**  
lindenbergaragao@gmail.com

**AUGUSTO MARCOS CARVALHO DE SENA**  
amsena@unifor.br

## RESUMO

Vários fatores vêm contribuindo de forma determinante para a adesão das empresas às boas práticas de Governança Corporativa (GC). Neste contexto, o presente estudo procura responder ao seguinte problema de pesquisa: Quais os principais fatores motivacionais que levam as empresas brasileiras de capital aberto a decidir pela adoção de Melhores Práticas de Governança Corporativa (MPGC), na perspectiva dos seus diretores de relações com investidores? Metodologicamente, esta pesquisa se caracteriza como descritiva e quantitativa. São elementos de pesquisa os DRIs das companhias de capital aberto listadas nos segmentos diferenciados da BM&FBovespa, totalizando 157 companhias. A coleta dos dados ocorreu no período de março a agosto de 2009. Realizou-se teste de igualdade entre médias. Na análise comparativa dos dados relativos aos 25 fatores investigados, foram confrontadas as avaliações dos DRIs com as dos analistas do mercado de capitais – pesquisa de Aragão *et al.* (2009). Apesar de a pesquisa corroborar os resultados do estudo de Aragão *et al.* (2009), confirmando que os 25 fatores podem ser considerados elementos com efetiva capacidade de influenciar a decisão das empresas pela adoção das boas práticas de GC, em alguns aspectos obtiveram-se resultados discrepantes. Vale destacar que os DRIs atuam no ambiente interno das organizações, podendo-se supor que dispõem de um número maior de elementos para avaliar a importância dos fatores motivacionais da adoção de MPGC. Os cinco fatores considerados de maior relevância pelos DRIs, em ordem decrescente, são: Perpetuar a empresa; Garantir maior transparência e relacionamento com o mercado de capitais; Reduzir o custo de capital; Melhorar a imagem institucional; e Valorizar as ações da empresa.

*Palavras-chave:* fatores motivacionais, melhores práticas de governança corporativa, governança corporativa.

## ABSTRACT

The objective of this descriptive and quantitative study was to determine what factors, from the perspective of directors of investor relations (DIR), have most contributed to the adoption of best corporate governance practices (CGP) by Brazilian public companies. Information was collected through questionnaires filled out by the DIRs of 157 companies traded in the Differ-

entiated Levels of Corporate Governance' segment of the Brazilian stock market (BM&FBovespa) between March and August, 2009. Averages were submitted to equality testing. Findings were compared against a list of 25 factors said by capital market analysts to motivate the adoption of CGP in a survey published by Aragão *et al.* (2009). Our study confirmed the importance of the 25 factors of that study; however, some discrepancies were observed. Because DIRs work inside organizations it may be hypothesized that they have better access to the elements which most influence decisions to adopt CGP. In our study, the five factors considered most relevant by the DIRs were, in decreasing order, business perpetuation, transparency of capital market relations, capital cost reduction, institutional image building, and company stock appreciation.

*Key words:* motivational factors, best corporate governance practices, corporate governance.

## INTRODUÇÃO

Nos últimos anos, tornou-se mais intensa a discussão sobre a necessidade de adotar melhores práticas de gestão nas organizações. Atualmente é bastante difundida a grande importância das boas práticas de governança corporativa e que agentes de mercado e autoridades devem se empenhar para que as empresas venham a adotá-las (Carvalho, 2002).

O tema é recorrente tanto no meio corporativo quanto no acadêmico, e passou a ter maior repercussão após o caso Enron, que revelou inúmeras deficiências nos sistemas de controle interno das companhias, evidenciando a necessidade de novas práticas de gestão, no sentido de assegurar mais transparência e credibilidade ao mercado de capitais, fato que acabou influenciando a promulgação da Lei Sarbanes Oxley (SOX) pelo Congresso americano em 2002.

Apesar da criação de vários códigos de governança corporativa e de leis sofisticadas em vários países no período pós-SOX, os escândalos não pararam de acontecer. Segundo anota Silveira (2009), somente nos dois últimos anos, ocorreram nove grandes escândalos financeiros, causando, segundo estimativa conservadora, uma redução de aproximadamente US\$ 341 bilhões no valor do patrimônio dos investidores em âmbito mundial.

É grande o esforço das autoridades e estudiosos da área financeira no sentido de discutir os rumos da governança corporativa como forma de evitar desastres financeiros, como a crise financeira mundial de 2008. Em 2009, dois eventos debateram em profundidade a aplicação de Melhores Práticas de Governança Corporativa (MPGC) e discutiram a sua regulação e adoção voluntárias pelas empresas – a International Corporate Governance Network e a 10ª Mesa Redonda de Governança Corporativa, realizada pela Organization for Economic Cooperation and Development (OECD).

Oriunda da Teoria da Agência, que discute a separação entre a propriedade e a administração das empresas, pioneiramente abordada por Berle e Means (1932), a governança corporativa apresenta diversidade de análises e conceitos (Turnbull, 1997) e é objeto de pesquisas em áreas distintas do conhecimento. Conseqüentemente, nos últimos 20 anos,

observou-se significativo aumento da produção literária sobre o tema, dando surgimento a diferentes abordagens, teorias, modelos e visões sobre governança corporativa.

Jensen e Meckling (1976) e Morck *et al.* (1988) são pioneiros no desenvolvimento de teorias baseadas no relacionamento de agência entre gestores e proprietários e valor da firma, atualmente uma das linhas de pesquisas mais importantes no campo da governança corporativa.

Estudos mais recentes buscaram explicações para fenômenos como a proteção ao investidor, mercados mais desenvolvidos e valor da empresa (La Porta *et al.*, 1998), remuneração de executivos (Hoskisson *et al.*, 1993), adoção de MPGC e desenvolvimento do mercado de capitais (La Porta *et al.*, 1998; Black, 2000), relação entre a composição do conselho e independência (Fama e Jensen, 1983; Bhagat e Black, 2000), relação MPGC e retornos menos voláteis das empresas em tempos de crise (Johnson *et al.*, 2000), enquanto outros pesquisadores se concentraram em identificar os benefícios privados de controle (Bebchuck, 1994; Wolfenzon, 1999; Claessens *et al.*, 2000).

Diversas pesquisas abordam outros aspectos da governança corporativa nas empresas, como impactos da estrutura de capital no desempenho das empresas (Banerjee *et al.*, 2008); desempenho das empresas e substituição de executivos (Renneboog, 2000; Frank e Mayer, 2004); defesas contra *takeovers* (Cotter *et al.*, 1997; Gompers *et al.*, 2003); relação entre desempenhos superiores aos índices de mercado e a presença de fundos de *private equity* na composição do capital da empresa (Tavares e Minardi, 2009).

Apesar da quantidade e diversidade de linhas de pesquisa apresentadas, foram identificados apenas os estudos do IBGC (2006) e de Aragão *et al.* (2009) abordando as motivações para a adoção de MPGC. O estudo do IBGC (2006) limitou-se a analisar 15 empresas familiares de capital aberto, sendo duas do Novo Mercado. Já a pesquisa de Aragão *et al.* (2009) investigou os fatores motivacionais da adoção de MPGC, mediante aplicação de questionário junto aos analistas do mercado de capitais, sendo considerada uma limitação do estudo apresentar apenas a visão de elementos externos às organizações.

O presente estudo procura, então, complementar os dois anteriormente citados, respondendo ao seguinte problema de pesquisa: Quais os principais fatores motivacionais que levam as empresas brasileiras de capital aberto a decidir pela adoção de melhores práticas de governança corporativa, na perspectiva dos seus diretores de relações com investidores?

Assim, constitui objetivo geral da pesquisa investigar os fatores motivacionais da adoção de melhores práticas de governança corporativa na perspectiva dos DRI das empresas brasileiras de capital aberto. Para alcance desse objetivo, procedeu-se a pesquisa exploratório-descritiva, adotando-se metodologia similar à do estudo de Aragão *et al.* (2009), com a finalidade de facilitar a confrontação dos resultados.

Esse estudo se justifica por trazer para a academia uma discussão pouco abordada em pesquisas empíricas, procurando suprir a falta de informações acerca dos fatores motivacionais à adoção de MPGC do ponto de vista interno das companhias. E também pela magnitude do assunto governança corporativa para o crescimento e fortalecimento dos mercados de capitais.

## REFERENCIAL TEÓRICO

### GOVERNANÇA CORPORATIVA: TEORIAS, MODELOS E VISÕES

Embora o termo governança corporativa tenha surgido nos Estados Unidos em 1991 (Andrade e Rosseti, 2006), sua origem se assenta fundamentalmente nos escritos de Berle e Means (1932) acerca dos problemas decorrentes da separação entre a propriedade e o controle gerencial, o chamado Conflito de Agência, de Coase (1937) e Ross (1973), que estudaram as dificuldades de alinhamento entre os interesses de gestores e acionistas, e de Williamson (1988), referentes às teorias de custo de transação. Jensen e Meckling (1976) aprofundaram os estudos sobre a teoria da agência, Klein (1983) estudou a problemática dos contratos incompletos, e, posteriormente, Jensen e Meckling (1994) discutiram a inexistência do agente perfeito.

A governança corporativa se insere num contexto empírico que envolve várias dimensões, indo desde as questões legais, como as que tratam do direito societário e dos direitos de acionistas minoritários; às questões financeiras, relacionadas à criação de valor e à garantia de retorno do capital aos investidores; e, principalmente, às questões relacionadas ao conselho de administração. Essa abrangência faz com que as questões centrais da governança corporativa sejam complexas, devido à variada gama de interesses envolvidos. Nesse contexto, diferentes soluções ótimas podem ser propostas, não existindo, no entanto, um conjunto de regras que sejam aplicáveis a uma determinada organização, dado que os modelos de governança se diferenciam por uma série de fatores, como, por exemplo, o ambiente institucional, bem como nos aspectos culturais de cada país (Becht *et al.*, 2002).

Tradicionalmente, os estudos apontam para dois modelos básicos de governança corporativa: o anglo-saxão e o nipo-

germânico. No modelo anglo-saxão, predomina a propriedade acionária dispersa, o que limita o poder dos acionistas, devido à pequena parcela de propriedade, mas o mercado de capitais é forte, garantindo a liquidez dessas posições, o que ajuda a diminuir o risco dos acionistas. Nesse modelo, um dos principais objetivos da governança corporativa é garantir que os interesses da alta gerência estejam alinhados com os dos acionistas. Portanto, o conflito de agência se dá entre administradores e acionistas. O modelo nipo-germânico caracteriza-se pela busca de equilíbrio dos interesses dos *stakeholders* (maximização de valor a outros grupos interessados), predominando o sistema de propriedade mais concentrada com a presença de grandes investidores (bancos, outras instituições financeiras e grupos familiares). É comum a existência de estruturas piramidais de propriedade cruzada, os mercados de capitais tendem a ser menos líquidos, e o conflito de agência se dá entre acionistas controladores e acionistas minoritários (Lethbridge, 1977; Silveira, 2002; Okimura, 2003; Carvalhal-Da-Silva, 2005; Hitt *et al.*, 2005).

Além desses modelos, a literatura identifica a abordagem de Hawley e Williams (1996, *in* Turnbull, 1997, p. 15), que propõe quatro modelos de governança corporativa: (i) o modelo financeiro simples, comumente praticado pelos países anglo-saxões. Na visão financeira, o problema central da governança corporativa é estabelecer regras e incentivos para o alinhamento de interesses dos gestores (agentes) com os desejos dos acionistas (proprietários), isto é, a maximização da riqueza dos proprietários. Na perspectiva do modelo financeiro apresentado por Schleifer e Vishny (1997), fica clara a opção pela maximização do retorno dos investimentos realizados pelos fornecedores do capital, sendo este o público mais relevante; (ii) o modelo *stewardship*, ou de representação, no qual os administradores de todas as áreas corporativas, incluindo conselheiros e diretores, são representantes dos proprietários e buscam a obtenção de lucros e o máximo retorno para os acionistas; (iii) o modelo *stakeholders*, proposto por Blair (1995), que visa interesse não só de acionistas, mas de todos os envolvidos, como clientes, fornecedores, a sociedade, governo, além de credores e funcionários. Segundo Clarkson (1995), nesse modelo o objetivo da administração consiste em maximizar a criação de riqueza total da empresa. De acordo com esse autor, a chave para alcançar esse objetivo é melhorar a voz e o poder (*ownership-like incentives*) dos participantes da empresa, que contribuem ou controlam insumos especializados (capital humano específico) e alinham os interesses desses atores críticos com os interesses de externos, os acionistas passivos; (iv) o modelo político reconhece que a distribuição do poder corporativo, privilégios e lucros entre proprietários, gerentes e outros interessados é determinada pela forma como os governos favorecem seus constituintes. Nesse contexto, as decisões estratégicas são definidas de acordo com as determinações governamentais e regulatórias e a legislação.

## MOTIVAÇÕES PARA A ADOÇÃO DE BOAS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

Uma série de fatores vem contribuindo de forma determinante para a adesão das empresas às boas práticas de governança corporativa. Andrade e Rossetti (2006) destacam oito deles: (i) normas mais rígidas dos órgãos de regulação; (ii) ativismo dos investidores institucionais; (iii) mobilização dos acionistas minoritários; (iv) percepção de que os benefícios são superiores aos custos; (v) harmonização dos conflitos de agência; (vi) reestruturações societárias e processos sucessórios; (vii) reordenamentos organizacionais nas corporações; e (viii) gestão preventiva: fraudes e outros custos de agência.

A motivação para o alcance de determinado objetivo baseia-se na expectativa do retorno ou benefício que ele é capaz de gerar. Guiando-se por esse raciocínio, assume-se que a decisão para que uma empresa adote um bom sistema de governança corporativa tem um objetivo específico ou um fator motivador. Como comentado, um dos fatores motivadores da adoção de boas práticas de governança corporativa é a expectativa de que o retorno ou os benefícios auferidos sejam superiores ao custo de sua implementação.

Assim, é natural supor que empresas detentoras de elevados padrões de governança corporativa, especialmente no tocante à transparência e divulgação, se beneficiem dessa condição e que, em tese, sejam mais comercializáveis e atraentes para os investidores. Acredita-se que essa seria uma justificativa para a crescente adesão de empresas ao Novo Mercado e aos outros níveis diferenciados da BM&FBovespa. De certa forma, essa ideia é assumida pela BM&FBovespa:

*A melhoria da qualidade das informações prestadas pela companhia e a ampliação dos direitos societários reduzem as incertezas no processo de avaliação e de investimento e, conseqüentemente, o risco. A redução do risco também gera uma melhor precificação das ações, que, por sua vez, incentiva novas aberturas de capital e novas emissões, fortalecendo o mercado acionário como alternativa de financiamento às empresas (BM&FBovespa, 2009, p. 3).*

Um dos objetivos da governança corporativa consiste na elevação do valor da empresa, de acordo com a teoria da maximização da riqueza do acionista. Nada mais natural, uma vez que em sua gênese está a obtenção de lucros, principal motivação para a realização dos negócios.

## FATORES MOTIVACIONAIS APONTADOS NOS ESTUDOS ACADÊMICOS SOBRE GOVERNANÇA CORPORATIVA

Um dos objetivos da governança corporativa consiste na geração de valor para o acionista, o que pode ser visto como um dos principais benefícios decorrentes da adoção de boas práticas de governança.

Após a publicação do artigo de Jensen e Meckling (1976), somente nos anos 1990 seriam retomados com mais intensidade os estudos sobre valor e desempenho da empresa. Dentro dessa linha de pesquisa, estudo de La Porta *et al.* (1998) mostrou que um padrão mais elevado nas práticas de governança corporativa, como, por exemplo, melhor nível de proteção a investidores e a acionistas minoritários, está associado a maior valor dos ativos das empresas e maior desenvolvimento de mercado de capitais.

Pesquisas recentes vieram a corroborar o estudo de La Porta *et al.* (1998). Gompers *et al.* (2003) construíram um índice baseado em variáveis sobre direitos de acionistas e concluíram que mais direitos dos acionistas estão relacionados com maior valor para a empresa. Em pesquisa similar, aplicada em vários países, Bauer *et al.* (2003) e Kappler e Love (2002) encontraram correlação positiva entre boas práticas de governança corporativa e valor da empresa.

No Brasil, alguns estudos analisaram a relação entre valor e a adoção de MPGC. Dentre esses, Carvalho (2003), Leal e Carvalhal-Da-Silva (2005) e Srour (2005) apresentaram evidências de que firmas adeptas de MPGC possuem maior valor de mercado. Verificou-se também que a introdução de práticas que atendam às sugestões dos principais códigos de boas práticas de governança, como, por exemplo, tamanho, presidência e maior independência do conselho de administração, gera maior valor de mercado para as empresas (Silveira, 2002).

Estudos na área de finanças, como os de Goulart (2003), Carvalho (2003) e Vieira e Mendes (2004), indicam que a adoção de MPGC tem relação com a redução do custo de capital. Goulart (2003) explica que em ambiente globalizado há a tendência natural de o capital caminhar em direção às empresas que adotam MPGC e que, por isso, gozam de maior aceitação no mercado, o que pressupõe haver a proteção ao investidor.

Stulz (1999) apresenta a globalização como difusor da redução dos custos de capital. Segundo esse autor, novas tecnologias induzem ao uso de ferramentas avançadas que possibilitam o levantamento de fundos, facilitando o gerenciamento de riscos. Aliado a isso, a globalização possibilita adequado monitoramento dos gestores por parte dos acionistas e provedores de recursos e promove maior competição entre os proprietários de recursos de capital, propiciando sua redução.

Vieira e Mendes (2004) verificaram que as empresas participantes do Índice de Governança Corporativa (IGC) apresentavam significativa superioridade em relação a outros índices da pesquisa, quando se tratava de avaliar o preço da ação em relação ao lucro líquido. Os autores concluíram que a superioridade das empresas presentes no IGC era decorrente de uma precificação favorável do mercado, que atribui menor risco de crédito a empresas que adotam boas práticas de governança corporativa.

Usando a metodologia de estudo de eventos, Carvalho (2003), Rogers (2006) e Quental (2007) avaliaram empresas que

migraram para os Níveis Diferenciados da BM&FBovespa. Os resultados revelaram que MPGC aumentam a liquidez e tornam os negócios dessas empresas menos expostos a riscos externos.

A imagem da organização consiste também num importante fator motivador relacionado às MPGC. Pesquisa conduzida por Nardi e Nakao (2006) investigou se a adesão aos segmentos diferenciados da BM&FBovespa causam impacto na imagem institucional das empresas. Os resultados mostraram que as empresas enquadradas nesses segmentos obtiveram melhora significativa na imagem, isto é, conseguiram criar uma imagem positiva na mente dos integrantes do grupo de interesse – *shareholders* e *stakeholders* –, o que leva a crer que essas empresas auferem maiores benefícios na imagem institucional comparativamente àquelas não listadas.

Embora sejam inúmeros os estudos que tratam da adoção de MPGC nas empresas, não são comuns na literatura aqueles que procuram identificar especificamente as razões que levam as empresas à adoção da filosofia. Entre as exceções estão o estudo do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2006) e o de Aragão *et al.* (2009). O estudo do IBGC (2006) aborda estudos de caso em 15 empresas brasileiras de controle familiar. O estudo identificou 12 fatores motivacionais para a adoção de MPGC, cinco dos quais foram considerados mais importantes: (i) desejo de perpetuar o modelo de negócio; (ii) implementação do planejamento estratégico definitivo; (iii) agregação de valor ao acionista; (iv) aumento da captação de credores e acionistas; e (v) melhoria da imagem da empresa no exterior, viabilizando a entrada de sócios estratégicos e investidores estrangeiros.

Já a pesquisa de Aragão *et al.* (2009) identificou, na fase inicial, 25 fatores motivacionais, segundo a percepção de analistas do mercado de capitais. Após as análises, foram selecionados 11 fatores, merecendo destacar os cinco mais importantes: (i) profissionalizar a empresa; (ii) garantir maior transparência e relacionamento com o mercado de capitais; (iii) perpetuar a empresa; (iv) agregar valor para os acionistas; e (v) valorizar as ações da empresa.

Vale destacar também outras motivações, como a necessidade de viabilizar o processo de sucessão de lideranças sem perder as experiências acumuladas dos controladores (IBGC, 2006). Segundo Bernhoeft e Galo (2003), a sucessão é um processo que não pode ser visto apenas em função do controle acionário, ou encarado como uma simples questão de negócio. Requer dedicação e prudência, para que a escolha possa viabilizar a continuidade da empresa. O planejamento da sucessão é um dos temas abordados pelo IBGC (2009). De acordo com essa instituição, cabe ao conselho de administração a tarefa de elaborar e manter atualizado um plano de sucessão do CEO, assegurando-se que nesse processo sejam avaliadas todas as pessoas-chave da organização, com vistas a eventuais necessidades de substituição.

Além dos fatores motivacionais referentes às cinco principais posições nas duas pesquisas (IBGC, 2006; Aragão

*et al.*, 2009), destacam-se outros fatores comuns a ambas: (a) alcançar ambiente meritocrático, a fim de aumentar a retenção de talentos; (b) melhorar o relacionamento entre os acionistas componentes do bloco de controle; (c) garantir maior transparência e relacionamento com o mercado de capitais; (d) recuperar a confiança dos investidores; (e) possibilitar uma maior diversificação patrimonial dos acionistas controladores; (f) melhorar o processo de precificação das ações da empresa; (g) promover maior alinhamento entre proprietários, conselheiros e gestores; (h) reduzir a volatilidade das ações da empresa; e (i) melhorar o trabalho da alta gestão no processo de reestruturação e de melhoria do desempenho operacional.

## METODOLOGIA

À luz do que leciona Vergara (2000), pode-se dizer que, quanto aos fins, a presente pesquisa caracteriza-se como descritiva. Quanto à natureza, classifica-se como quantitativa, fazendo-se uso de técnicas da estatística descritiva e de inferência estatística (teste de hipótese para igualdade entre médias). São elementos de pesquisa os Diretores de Relacionamento com Investidores (DRIs) das companhias de capital aberto listadas nos segmentos diferenciados da BM&FBovespa (Novo Mercado e Níveis 1 e 2), totalizando 157 companhias (data base: fevereiro de 2009).

No processo de construção do conhecimento científico desta pesquisa, utilizaram-se como ponto de partida os estudos do IBGC (2006) e de Aragão *et al.* (2009), que apontaram a existência de 25 fatores motivacionais da adoção de MPGC (Quadro 1). A revisão da literatura pertinente confirmou os achados dos mencionados trabalhos, servindo de base para a construção do instrumento de coleta de dados da pesquisa. Portanto, o instrumento reunia questões fechadas, compreendendo os 25 fatores motivacionais, listados no Quadro 1, a serem avaliados de acordo com os respectivos graus de importância, por meio de escala *Likert* de 5 pontos (1. nenhuma importância; 2. fraca importância; 3. moderada importância; 4. forte importância; e 5. extrema importância). Trata-se de uma escala utilizada em pesquisas sociais, por proporcionar facilidade de visualização, aplicação e análise.

Na sequência, procedeu-se à coleta de dados, procurando-se conhecer os fatores motivacionais da adoção de melhores práticas de GC pelas companhias abertas listadas na BM&FBovespa. O questionário foi disponibilizado aos respondentes por meio de uma *webpage* identificada por meio de carta convite e *link* enviados por *e-mail*. O questionário foi enviado a 157 DRIs, obtendo-se retorno de 83 deles, correspondente a 53%. A aplicação da consulta se deu no período de março a agosto de 2009.

Os dados coletados foram verificados, codificados e devidamente arquivados no *software* SPSS (versão 16.0). A análise dos dados foi feita por meio de técnica descritiva, compreendendo a medida de tendência central (média arit-

Quadro 1 – Fatores motivacionais da adoção de melhores práticas de governança corporativa.

Chart 1 – Motivating factors of the adoption of best corporate governance practices.

Fatores Motivacionais da Adoção de Melhores Práticas de Governança Corporativa	
1.	Perpetuar a empresa
2.	Profissionalizar a empresa
3.	Alcançar um ambiente meritocrático, como forma de aumentar a retenção de talentos
4.	Melhorar a imagem institucional
5.	Melhorar o relacionamento entre os acionistas componentes do bloco de controle
6.	Garantir maior transparência e relacionamento com o mercado de capitais
7.	Melhorar o processo sucessório
8.	Aumentar a captação de recursos junto a credores e acionistas
9.	Facilitar a internacionalização das operações da empresa
10.	Viabilizar a entrada de sócios estratégicos e investidores institucionais
11.	Recuperar a confiança dos investidores
12.	Facilitar uma maior percepção pelos investidores no tocante aos papéis corporativos
13.	Possibilitar uma maior diversificação patrimonial dos acionistas controladores
14.	Melhorar o processo de precificação das ações da empresa
15.	Promover maior alinhamento entre proprietários, conselheiros e gestores
16.	Reduzir a ocorrência de conflitos de interesse
17.	Valorizar as ações da empresa
18.	Aumentar a liquidez das ações da empresa
19.	Reduzir o custo de capital
20.	Agregar valor para os acionistas
21.	Reduzir a volatilidade das ações da empresa
22.	Facilitar o acesso ao crédito
23.	Melhorar o processo decisório
24.	Melhorar o trabalho da alta gestão na reestruturação e melhoria do desempenho operacional
25.	Viabilizar a abertura de capital

Fonte: Aragão *et al.* (2009).

mética) e as medidas de dispersão (distribuição de frequência e desvio-padrão). Também se realizou teste de igualdade entre médias amostrais, detalhado no tópico seguinte.

Para assegurar um maior número de respostas, não foi solicitado aos respondentes nenhum tipo de identificação. Esse fato impossibilitou reportar os resultados de acordo com a classificação das empresas nos Níveis 1, 2 e Novo Mercado.

## RESULTADOS E ANÁLISES

Adotando-se metodologia similar àquela aplicada por Aragão *et al.* (2009), após o tratamento estatístico dos dados, elaborou-se um *ranking* dos fatores motivacionais da adoção de melhores práticas de GC na visão dos diretores de relações com investidores das empresas pesquisadas. Com o objetivo de facilitar a visualização dos resultados e as análises compa-

rativas, os dados relativos aos 25 fatores investigados foram dispostos de forma emparelhada (Tabela 1), confrontando-se as avaliações dos DRIs com as dos analistas da Apimec – dados oriundos da pesquisa de Aragão *et al.* (2009).

Analisando-se os dados da Tabela 1, é fácil perceber que, na avaliação pelos DRIs, todos os 25 fatores alcançaram médias superiores a quatro, tendo sido considerados de alta ou altíssima importância. Na avaliação pelos analistas da Apimec, a situação foi um pouco diferente, já que alguns fatores foram considerados de moderada importância.

Os dados também sugerem que as importâncias médias atribuídas aos fatores motivacionais são diferentes quando confrontados os dois grupos, tendo os DRIs apontado importância maior para os fatores pesquisados. Com o objetivo de verificar se as diferenças de médias são estatisticamente significantes, foi

**Tabela 1 – Ranking dos fatores motivacionais da adoção de melhores práticas de governança corporativa – visões interna (DRIs) e externa (Analistas da Apimec).**

**Table 1 – Ranking of motivating factors of the adoption of best corporate governance practices – internal (DRIs) and external views (Apimec Analysts).**

Fatores Motivacionais		Avaliação pelos DRIs			Avaliação pelos Analistas da Apimec		
Fator	Enunciado	Posição	Média	Desvio-Padrão	Posição	Média	Desvio-Padrão
F1	Perpetuar a empresa	1 <sup>a</sup>	5,000	0,000	3 <sup>a</sup>	4,580	0,690
F6	Garantir maior transparência e relacionamento com o mercado de capitais	2 <sup>a</sup>	4,940	0,239	2 <sup>a</sup>	4,690	0,550
F19	Reduzir o custo de capital	3 <sup>a</sup>	4,916	0,320	10 <sup>a</sup>	4,300	0,868
F4	Melhorar a imagem institucional	4 <sup>a</sup>	4,904	0,335	6 <sup>a</sup>	4,480	0,673
F17	Valorizar as ações da empresa	5 <sup>a</sup>	4,843	0,529	5 <sup>a</sup>	4,510	0,734
F2	Profissionalizar a empresa	6 <sup>a</sup>	4,831	0,437	1 <sup>a</sup>	4,730	0,533
F14	Melhorar o processo de precificação das ações da empresa	7 <sup>a</sup>	4,819	0,544	14 <sup>a</sup>	4,200	0,804
F12	Facilitar uma maior percepção pelos investidores no tocante aos papéis corporativos	8 <sup>a</sup>	4,819	0,587	16 <sup>a</sup>	4,230	0,778
F20	Agregar valor para os acionistas	9 <sup>a</sup>	4,807	0,426	4 <sup>a</sup>	4,540	0,629
F22	Facilitar o acesso ao crédito	10 <sup>a</sup>	4,795	0,658	21 <sup>a</sup>	3,970	0,828
F3	Alcançar um ambiente meritocrático, como forma de aumentar a retenção de talentos	11 <sup>a</sup>	4,783	0,443	13 <sup>a</sup>	4,230	0,796
F11	Recuperar a confiança dos investidores	12 <sup>a</sup>	4,771	0,611	8 <sup>a</sup>	4,340	0,894
F18	Aumentar a liquidez das ações da empresa	13 <sup>a</sup>	4,735	0,586	7 <sup>a</sup>	4,420	0,768
F15	Promover maior alinhamento entre proprietários, conselheiros e gestores	14 <sup>a</sup>	4,723	0,570	17 <sup>a</sup>	4,130	0,809
F8	Aumentar a captação de recursos junto a credores e acionistas	15 <sup>a</sup>	4,711	0,635	12 <sup>a</sup>	4,230	0,778
F23	Melhorar o processo decisório	16 <sup>a</sup>	4,663	0,524	11 <sup>a</sup>	4,280	0,740
F5	Melhorar o relacionamento entre os acionistas componentes do bloco de controle	17 <sup>a</sup>	4,663	0,630	13 <sup>a</sup>	4,230	0,796
F16	Reduzir a ocorrência de conflitos de interesses	18 <sup>a</sup>	4,614	0,695	20 <sup>a</sup>	4,080	0,937
F24	Melhorar o trabalho da alta gestão na reestruturação e melhoria do desempenho operacional	19 <sup>a</sup>	4,566	0,736	18 <sup>a</sup>	4,110	0,747
F21	Reduzir a volatilidade das ações da empresa	20 <sup>a</sup>	4,530	0,817	23 <sup>a</sup>	3,900	0,943
F10	Viabilizar a entrada de sócios estratégicos e investidores institucionais	21 <sup>a</sup>	4,494	0,771	19 <sup>a</sup>	4,080	0,858
F7	Melhorar o processo sucessório	22 <sup>a</sup>	4,482	0,669	15 <sup>a</sup>	4,180	0,780
F25	Viabilizar a abertura de capital	23 <sup>a</sup>	4,386	1,080	9 <sup>a</sup>	4,310	0,729
F9	Facilitar a internacionalização das operações da empresa	24 <sup>a</sup>	4,373	0,776	22 <sup>a</sup>	3,960	0,869
F13	Possibilitar uma maior diversificação patrimonial dos acionistas controladores	25 <sup>a</sup>	4,096	0,892	24 <sup>a</sup>	3,650	0,943

Fonte: Aragão et al. (2009) e dados da presente pesquisa.

conduzido um teste de hipótese para a igualdade de importâncias médias dadas aos fatores motivacionais por esses dois grupos de profissionais, formulando-se a seguinte hipótese:

**H0:** as importâncias médias atribuídas aos fatores motivacionais pelos DRIs são iguais àquelas atribuídas pelos analistas da Apimec;

**H1:** as importâncias médias atribuídas aos fatores motivacionais pelos DRIs são diferentes daquelas atribuídas pelos analistas da Apimec.

O cálculo da estatística-teste resultou no valor t-test = 6,71, o que indica a rejeição da hipótese nula de igualdade de importâncias médias atribuídas aos fatores motivacionais para os dois grupos de profissionais. Desse modo, pode-se afirmar que, para os níveis de significância  $\alpha = 1\%$ ,  $\alpha = 5\%$  e  $\alpha = 10\%$ , a evidência amostral favorece a hipótese de que a importância atribuída aos 25 fatores motivacionais pesquisados pelo grupo de DRIs é superior àquela dada pelo grupo de analistas da Apimec.

Examinando-se os desvios-padrão das importâncias atribuídas aos fatores motivacionais pelos dois grupos de profissionais, verifica-se que seus valores são menores para o grupo de DRIs, indicando uma maior unidade de pensamento entre esses profissionais. Deve-se mencionar o caso do fator F1 (Perpetuar a empresa), apontado como de altíssima importância por todos os DRIs.

A análise do *ranking* dos fatores revela, para alguns, uma situação bem discrepante entre as avaliações dos dois grupos, conforme destacado na Tabela 2. Os DRIs entendem que a redução do custo de capital (F19) constitui um dos fatores motivacionais mais importantes (3ª colocação no *ranking*) entre os 25 pesquisados, enquanto os analistas da Apimec não tiveram a mesma percepção, já que o classificaram na décima

posição. Verifica-se também que, para os DRIs, a viabilização da abertura de capital (F25) constitui um dos fatores motivacionais menos relevantes (23ª colocação), enquanto os analistas da Apimec o classificaram entre os dez mais importantes. Maior discussão sobre essas divergências é feita na análise detalhada dos fatores, apresentada adiante.

A seguir, comentam-se os fatores considerados de maior relevância pelos DRIs.

O fator F1 (Perpetuar a empresa) foi considerado o mais importante na percepção dos DRIs. Os analistas da Apimec o posicionaram em 3º lugar, ocorrendo, portanto, entendimento semelhante nos dois grupos. Esse resultado era esperado, já que o fator F1 é, em essência, um dos principais objetivos da organização, isto é, a sua longevidade está diretamente condicionada à criação de processos reproduzíveis e sustentáveis que estimularão o contínuo aumento de desempenho (Gadiesh e MacArthur, 2009). Ademais, a importância da continuidade do negócio constitui uma das ideias centrais do novo código do IBGC (2009), já que é colocada no conceito de governança corporativa da entidade e em temas como responsabilidade social e sustentabilidade.

O fator F6 (Garantir maior transparência e relacionamento com o mercado de capitais) foi classificado na segunda posição do *ranking* por ambos os grupos. O *disclosure*, usualmente chamado de transparência, foi um dos primeiros benefícios auferidos por empresas com boas práticas de governança corporativa, observados desde os primeiros relatórios da OECD no final dos anos 1990 (Lodi, 2000). Aqueles princípios foram totalmente revisados e republicados em 2004. De acordo com a OECD (2004), "em mercados de capitais desenvolvidos, a divulgação forte (*strong disclosure*) constitui ferramenta poderosa para a proteção de investidores, pode atrair capital e manter a confiança nos mercados de capitais". De fato, vários

Tabela 2 – Fatores motivacionais da adoção de melhores práticas de GC com discrepâncias nas avaliações dos DRIs e dos analistas da Apimec.

Table 2 – Discrepancies of the motivating factors of the adoption of best corporate governance practices – the views of DRIs and APIMEC Analysts.

Fatores Motivacionais		Avaliação pelos DRIs			Avaliação pelos Analistas da Apimec		
Fator	Enunciado	Posição	Média	Desvio-Padrão	Posição	Média	Desvio-Padrão
F19	Reduzir o custo de capital	3ª	4,916	0,320	10ª	4,300	0,868
F14	Melhorar o processo de precificação das ações da empresa	7ª	4,819	0,544	14ª	4,200	0,804
F12	Facilitar uma maior percepção pelos investidores no tocante aos papéis corporativos	8ª	4,819	0,587	16ª	4,230	0,778
F22	Facilitar acesso ao crédito	10ª	4,795	0,658	21ª	3,970	0,828
F7	Melhorar o processo sucessório	22ª	4,482	0,669	15ª	4,180	0,780
F25	Viabilizar a abertura de capital	23ª	4,385	1,080	9ª	4,310	0,729

Fonte: Aragão et al. (2009) e dados da presente pesquisa.

estudos relacionam transparência com redução do custo de capital (Botsan e Plumlle, 2001; Chen *et al.*, 2003), bem como identificam correlação positiva com o desempenho da empresa (Verrecchia, 2001; Kappler e Love, 2002).

Como anteriormente comentado, o fator F19 (Reduzir o custo de capital) figura no bloco dos que apresentaram maiores discrepâncias entre os dois grupos. Tido como um dos principais desafios para o financiamento e desenvolvimento da atividade empresarial, o acesso ao capital a baixo custo constitui um dos temas centrais da governança corporativa. Entende-se que a avaliação dos DRIs seja mais consistente, dada a vasta literatura que relaciona positivamente a adoção de boas práticas de governança corporativa com a redução do custo de capital (Claessens *et al.*, 2000; Chen *et al.*, 2003; Garmaise e Liu, 2005). Vale mencionar que um dos objetivos contidos no relatório *Principles of Corporate Governance*, editado pela OECD em 1999, alertava que as empresas precisavam atrair fontes de capitais externos, por meio da adesão a boas práticas de GC, como forma de aumentar a confiança de investidores e reduzir o custo de capital.

A destacada posição do fator F4 (Melhorar a imagem institucional), com média 4,904, vem a corroborar o resultado do estudo de Nardi e Nakao (2006), que encontraram uma correlação positiva entre a adoção de MPGC e a imagem institucional em empresas que migraram para os níveis diferenciados da BM&FBovespa. Alves e Lima (2008) encontraram indícios de que a reputação corporativa está diretamente associada a um maior nível de *disclosure* voluntário. Deve-se destacar que os DRIs – por meio de discursos empresariais ou estratégias de comunicação – trabalham direta ou indiretamente na gestão da imagem institucional e na reputação corporativa (Costa, 2001), o que pode ter influenciado a classificação desse fator.

O fator F17 (Valorizar as ações da empresa) alcançou a média 4,843. Esse resultado respalda-se no amplo arcabouço teórico e em inúmeros estudos empíricos sobre o valor da firma, a começar pelo trabalho de Jensen e Mackling (1976) sobre estrutura de propriedade e valor da empresa, além de outros já mencionados no referencial teórico. Em termos comparativos, verifica-se que, em ambos os grupos, o F17 alcançou a quinta posição no *ranking*. Observando-se, contudo, as médias e desvios-padrão, percebe-se que os DRIs atribuíram grau de importância maior com desvio-padrão menor, sugerindo dados mais coesos, com indicação de maior concordância entre os respondentes desse grupo.

Pela ótica dos DRIs, a sexta posição do *ranking* coube ao fator F2 (Profissionalizar a empresa). Para o julgamento desse fator, é necessário que se entenda que a profissionalização da empresa e a adesão às boas práticas de GC constituem duas etapas de um mesmo processo. Na primeira etapa, deve haver a conscientização e, principalmente, o conhecimento de que a GC se baseia em um sistema de regras de natureza procedimental e envolve um conjunto de mecanismos e valores éticos e morais (Ricca, 2010). Para sua efetivação, torna-se necessária

a adesão de todos os elementos da empresa, a começar pelo acionista majoritário, às normas estabelecidas pelo conceito de GC. A segunda etapa consiste na efetivação desse sistema, que deve contar com o apoio e orientação de profissionais de distintas áreas do conhecimento, daí a sua importância no processo de governança corporativa. Efetivamente, é de se esperar que a adoção de melhores práticas de GC contribua para a profissionalização da empresa, constituindo-se num fator motivacional.

A indicação do fator F14 (Melhorar o processo de precificação das ações da empresa) em sétimo lugar pelos DRIs denota a preocupação com um dos maiores desafios dos administradores de empresas listadas em bolsa: a precificação das ações. O valor justo de uma empresa do ponto de vista de seus donos – acionistas – representa o que ela pode gerar de retorno no futuro, expresso em valores de hoje. A precificação de ativos constitui processo complexo, a começar pela simples diferenciação entre “preço” e “valor”, razão pela qual exige dos analistas apurados conhecimentos técnicos (Povoa, 2008). Muitas empresas, principalmente as do Novo Mercado, têm recorrido à contratação dos chamados formadores de mercado – *market maker* (BM&FBovespa, 2009). Tais empresas têm como principais tarefas a definição de “preço justo” da ação e a elevação de liquidez das ações no mercado. Levando-se em conta que a adoção de boas práticas de GC implica maior transparência, é natural que o processo de precificação seja facilitado. Para esse fator, verificaram-se classificações diversas nos dois grupos, já que no *ranking* dos analistas da Apimec ele aparece na décima quarta posição, mas com desvio-padrão elevado. Estando o DRI diariamente envolvido no processo de acompanhamento da precificação das ações da empresa e na discussão da matéria com os investidores, entende-se que dispõe de maior número de elementos para avaliar o relacionamento entre a adoção de MPGC e o processo de precificação das ações.

Para o fator F12 (Facilitar uma maior percepção pelos investidores no tocante aos papéis corporativos), também se verificou divergência de opiniões entre DRIs e analistas da Apimec, que o classificaram nas posições oitava e décima sexta, respectivamente, com uma maior variação entre as avaliações do segundo grupo (desvio-padrão 0,778). Segundo o IBGC (2006), muitas companhias afirmaram ter percebido maior valorização de seus títulos corporativos (ações) após o aprimoramento das práticas de GC, configurando-se como um dos benefícios auferidos pelas empresas e, por conseguinte, uma de suas motivações para a adoção de boas práticas de governança.

A nona colocação do fator F20 (Agregar valor para os acionistas) surpreendeu. Esperava-se que esse fator obtivesse classificação mais próxima da do F17 (Valorizar as ações da empresa), haja vista o forte relacionamento entre os dois, pois, afinal, a maior valorização das ações deve ter como consequência a agregação de valor aos acionistas. Isso foi o que

ocorreu na pesquisa com os analistas da Apimec, em que os fatores F20 e F17 alcançaram a quarta e a quinta colocação, respectivamente. Surpreendeu também a posição obtida pelo fator F25 (Viabilizar a abertura de capital), haja vista a onda de IPOs deflagrados desde 2004 e a grande cobertura das diversas mídias sobre a matéria. Havia também a expectativa de que o fator F7 (Melhorar o processo sucessório) alcançasse melhor classificação, uma vez que constitui importante etapa do processo sucessório, por viabilizar a continuidade do negócio (Bernhoeft e Gallo, 2003).

A boa colocação do fator F22 (Facilitar o acesso ao crédito), entre os 11 mais importantes na classificação geral, com média 4,795, reforça a ideia de que o acesso ao crédito também pode ser facilitado pela adoção de melhores práticas de GC. Esse entendimento vem a corroborar opinião de Cicogna (2007) de que empresas participantes dos segmentos diferenciados de GC da BM&FBovespa melhoraram seu acesso ao crédito, em comparação com as empresas do mercado tradicional. No setor bancário, verificou-se o mesmo resultado, sendo detectado que empresas com boas práticas de GC obtiveram aumento de credibilidade, não somente junto a seus acionistas, mas principalmente junto a instituições de fomento do porte do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e da International Finance Corporation (IFC), com reflexos na redução do custo de capital (IBGC, 2006). Apesar de considerar a facilitação do acesso ao crédito um fator motivacional, os analistas da Apimec não lhe atribuíram elevado grau de importância. Com efeito, na pesquisa de Aragão *et al.* (2009), o fator F22 ocupou a vigésima primeira colocação, com média 3,97. É provável que a percepção dos analistas tenha sido prejudicada pela sua posição externa à empresa, ou seja, sem envolvimento direto nos processos de negociação de crédito com o mercado financiador.

Deve-se comentar também o fator F3 (Alcançar um ambiente meritocrático, como forma de aumentar a retenção de talentos), que alcançou média 4,783, ficando na décima primeira posição. No *ranking* dos analistas da Apimec, verificou-se posição similar para esse fator (décima terceira). O destaque desse fator pode estar relacionado com a crescente preocupação das empresas, principalmente aquelas que atuam em ambiente de alta competitividade, em definir políticas de remuneração capazes de atrair e manter talentos que venham a contribuir para a valorização das organizações. Nesse sentido, o estudo realizado pelo IBGC (2006) constatou que em quase todas as empresas pesquisadas havia a preocupação pela busca de um ambiente meritocrático, a fim de aumentar a retenção de talentos, visando evitar problemas na relação capital *versus* talento, já que a adoção de melhores práticas ajuda nesse processo. Desse modo, o grau de importância no julgamento do fator F3 por parte dos DRIs e dos analistas da Apimec pode ter considerado a necessidade de atrair e reter talentos em funções estratégicas, como presidente de diretoria executiva (CEO), conselheiro independente, DRIs e profissionais dos demais níveis gerenciais.

## CONCLUSÃO

O presente estudo elegeu como objetivo central investigar os fatores motivacionais da adoção de melhores práticas de governança corporativa (MPGC) pelas empresas brasileiras, na percepção dos diretores de relações com investidores (DRIs). A pesquisa teve a participação de 83 DRIs das 157 empresas listadas no Novo Mercado e nos Níveis 1 e 2 da BM&FBovespa, no período de março a agosto de 2009, representando 53% da amostra selecionada para o estudo.

Para o desenvolvimento da pesquisa, utilizou-se metodologia similar àquela aplicada por Aragão *et al.* (2009), que classificou 25 fatores motivacionais da adoção das MPGC, segundo a percepção de 71 analistas do mercado de capitais, membros da Apimec Nordeste. Na análise comparativa dos dados relativos aos 25 fatores investigados, foram confrontadas as avaliações dos DRIs com as dos analistas da Apimec, oriundas da pesquisa de Aragão *et al.* (2009).

Apesar de a presente pesquisa corroborar os resultados do estudo de Aragão *et al.* (2009), confirmando que todos os 25 fatores apontados na literatura podem ser considerados elementos com efetiva capacidade de influenciar a decisão das empresas pela adoção das boas práticas de GC, em alguns aspectos, foram obtidos resultados discrepantes.

Inicialmente, vale mencionar que, na pesquisa com os DRIs, todos os 25 fatores alcançaram médias superiores a 4, sendo-lhes atribuídas alta ou altíssima importância. Na pesquisa de Aragão *et al.* (2009), alguns fatores alcançaram notas inferiores a 4, sendo consideradas de média ou alta importância. Observou-se também que as importâncias médias atribuídas aos fatores motivacionais eram diferentes quando confrontados os dois grupos, tendo o teste de hipótese para igualdade de médias para os níveis de significância  $\alpha = 1\%$ ,  $\alpha = 5\%$  e  $\alpha = 10\%$  indicado que a importância atribuída aos 25 fatores pelo grupo de DRIs é superior à do grupo de analistas da Apimec.

Foi também elaborado um *ranking* dos 25 fatores, o qual, ao ser confrontado com o *ranking* elaborado por Aragão *et al.* (2009), evidenciou acentuadas divergências entre as colocações alcançadas por seis fatores motivacionais: F7 (Melhorar o processo sucessório); F12 (Facilitar uma maior percepção pelos investidores no tocante aos papéis corporativos); F14 (Melhorar o processo de precificação das ações da empresa); F19 (Reduzir o custo de capital); F22 (Facilitar acesso ao crédito); e F25 (Viabilizar a abertura de capital).

O estudo de Aragão *et al.* (2009) sugere, com base em testes estatísticos aplicados, que 11 fatores motivacionais são considerados mais relevantes, a seguir relacionados em ordem decrescente de importância: F2 (Profissionalizar a empresa); F6 (Garantir maior transparência e relacionamento com o mercado de capitais); F1 (Perpetuar a empresa); F20 (Agregar valor para os acionistas); F17 (Valorizar as ações da empresa); F4 (Melhorar a imagem institucional); F18 (Aumentar a liquidez das ações da empresa); F11 (Recuperar a confiança dos investidores);

F25 (Viabilizar a abertura de capital); F19 (Reduzir o custo de capital); e F23 (Melhorar o processo decisório).

A presente pesquisa indica os 11 fatores de maior relevância pela ótica dos DRIs, a seguir relacionados em ordem decrescente de importância: F1 (Perpetuar a empresa); F6 (Garantir maior transparência e relacionamento com o mercado de capitais); F19 (Reduzir o custo de capital); F4 (Melhorar a imagem institucional); F17 (Valorizar as ações da empresa); F2 (Profissionalizar a empresa); F14 (Melhorar o processo de precificação das ações da empresa); F12 (Facilitar uma maior percepção pelos investidores no tocante aos papéis corporativos); F20 (Agregar valor para os acionistas); F22 (Facilitar o acesso ao crédito); e F3 (Alcançar um ambiente meritocrático, como forma de aumentar a retenção de talentos).

Examinando-se os desvios-padrão das importâncias atribuídas aos fatores motivacionais pelos dois grupos de profissionais, verifica-se que os valores correspondentes são menores no grupo de DRIs, podendo-se concluir que há uma maior unidade de pensamento entre esses profissionais. Vale destacar também que os DRIs atuam no ambiente interno das organizações, o que autoriza supor que dispõem de maior número de elementos para avaliar a importância dos fatores motivacionais da adoção de melhores práticas de GC. Assim, considera-se que o *ranking* elaborado a partir da pesquisa com os DRIs tem maior representatividade.

Vale ainda mencionar que alguns resultados surpreenderam. Com efeito, esperava-se que, em função de suas próprias características, os fatores F20 (Agregar valor para os acionistas) e F17 (Valorizar as ações da empresa) fossem classificados em posições bem próximas no *ranking*, o que não aconteceu, merecendo, por isso, uma investigação posterior.

Surpreendeu também o posicionamento do fator F25 (Viabilizar a abertura de capital), haja vista a onda de IPOs deflagrados desde 2004 e a grande cobertura das diversas mídias sobre a matéria. Havia também a expectativa de que fosse atribuída maior importância ao fator F7 (Melhorar o processo sucessório), dada a sua grande contribuição para garantir a continuidade do negócio. Talvez esses resultados sejam consequência de a pesquisa ter abrangido apenas profissionais que atuam em companhias abertas listadas no Novo Mercado e nos Níveis Diferenciados da BM&FBovespa.

Sugere-se a ampliação do estudo, mediante levantamento de dados junto aos DRIs das empresas do mercado tradicional da BM&FBovespa e aos gestores das companhias fechadas.

## AGRADECIMENTOS

A pesquisa contou com o apoio financeiro do Conselho Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico (CNPq).

## REFERÊNCIAS

- ALVES, C.V.O.; LIMA, G.A.S.F. de. 2008. Reputação corporativa e nível de *disclosure* das empresas de capital aberto no Brasil. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 8, São Paulo. *Anais...* São Paulo. Disponível em: <http://www.congressoec.locaweb.com.br/artigos72007/>. Acessado em: 06/04/2010.
- ANDRADE, A.; ROSSETTI, J.P. 2006. *Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências*. São Paulo, Atlas, 584 p.
- ARAGÃO, L.A.; OLIVEIRA, V.O.; PONTE, V.M.R.; OLIVEIRA, M.C.; SENA, A.M.C. 2009. Motivating factors in the adoption of better corporate governance practices by the Brazilian companies. In: ANNUAL MEETING OF INTERNATIONAL BUSINESS, 51, San Diego, 2009. *Anais...* San Diego, p. 1-25.
- BANERJEE, S.; BASGUPTA, S.; KIM, Y. 2008. Buyer-supplier relationships and the stakeholder theory of capital structure. *The Journal of Finance*, 63(5):2507-2552. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6261.2008.01403.x>
- BAUER, R.; GUENSTER, N.; OTTEN, R. 2004. Empirical evidence on corporate governance in Europe: The effect on stock returns, firm value and performance. *Journal of Asset Management*, 5(2):91-104. <http://dx.doi.org/10.1057/palgrave.jam.2240131>
- BEBCHUK, L.A. 1994. Efficient and inefficient sales of corporate control. *The Quarterly Journal of Economics*, 109(4):957-993. <http://dx.doi.org/10.2307/2118353>
- BECHT, M.; BOLTON, P.; RÖELL, A. 2002. *Corporate governance and control*. NBER Working Paper Series, n. 9.371. Cambridge, National Bureau of Economics Research, 122 p.
- BERLE, A.; MEANS, G. 1932. *The modern corporation and private property*. New York, Macmillan, 396 p.
- BERNHOFER, R.; GALLO, M. 2003. *Governança na empresa familiar*. Rio de Janeiro, Campus, 148 p.
- BHAGAT, S.; BLACK, B. 2000. *Board independence and long term firm performance*. Working Paper, 143. Columbia, Columbia Law School, 41 p.
- BLACK, B.S. 2000. *The core institutions that support strong securities markets*. Working paper, n. 200. Stanford, Stanford Law School. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/>. Acessado em: 30/11/2007.
- BLAIR, M.M. 1995. *Ownership and control: rethinking corporate governance for the twenty-first century*. Washington, The Brookings Institution Press, 371 p.
- BM&FBOVESPA. 2009. O que é formador de mercado. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/formador-de-mercado/o-que-e.aspx?Idioma=pt-br>. Acessado em: 12/01/2010.
- BOTSAN, C.; PLUMLE, M. A. 2001. *Estimating expected cost of capital: a theory-based approach*. Working paper. Disponível em: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=279309#PaperDownload](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=279309#PaperDownload). Acessado em: 22/11/2009.
- CARVALHO, A.G. de. 2002. Governança corporativa no Brasil em perspectiva. *Revista de Administração*, 37(3):19-32.
- CARVALHO, A.G. de. 2003. Efeitos da migração para os níveis de governança da Bovespa. Trabalho preparado para a Bovespa. Disponível em: <http://www.novomercadobovespa.com.br>. Acessado em: 01/06/2007.
- CARVALHAL-DA-SILVA, A.L. 2005. *Governança corporativa e decisões financeiras no Brasil*. Rio de Janeiro, Mauad, 163 p.
- CHEN, K.C.W.; CHEN, Z.; WEI, K.C.J. 2003. Disclosure, corporate governance, and the cost of capital: evidence from Asia's emerging markets. Disponível em: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=422000](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=422000). Acessado em: 24/02/2010.

- CICOGNA, M.P.V. 2007. *Governança corporativa como sinalização: benefícios para o financiamento das empresas do mercado de capitais*. Ribeirão Preto, SP. Dissertação de Mestrado. Universidade de São Paulo, 163 p.
- CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; LANG, L. 2000. The separation of ownership and control in East Asian corporations. *Journal of Financial Economics*, 58:81-112. [http://dx.doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00067-2](http://dx.doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00067-2)
- CLARKSON, M.B.E. 1995. A stakeholder framework for analyzing and evaluating corporate performance. *Academy of Management Review*, 20(1):92-117.
- COASE, R.H. 1937. The nature of the firm. *Economica, New Series*, 4(16):386-405. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1468-0335.1937.tb00002.x>
- COSTA, A.J.L. 2001. Relações com investidores: novas fronteiras para comunicação organizacional. In: CONGRESSO BRASILEIRO DA COMUNICAÇÃO, 24, Campo Grande, 2001. *Anais...* Campo Grande, p. 1-17.
- COTTER, J.F.; SHIVDASANI, A.; ZENNER, M. 1997. Do independent directors enhance target shareholder wealth during tender offers? *Journal of Financial Economics*, 43:195-218. [http://dx.doi.org/10.1016/S0304-405X\(96\)00886-0](http://dx.doi.org/10.1016/S0304-405X(96)00886-0)
- FAMA, E.; JENSEN, M. 1983. Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26(2):301-327. <http://dx.doi.org/10.1086/467037>
- FRANK, J.; MAYER, C. 2004. *Ownership and control of German corporations*. Working Papers. London, London Business School. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=247501>. Acessado em: 12/03/2010.
- GADIESH, O.; MacARTHUR, H. 2009. *Conselhos para o CEO: lições de private equity que qualquer empresa pode implementar*. Rio de Janeiro, Campus, 158 p.
- GARMAISE, M.J.; LIU, J. 2005. *Corruption, firm governance, and the cost capital*. Afa Philadelphia Meetings Paper. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=644017>. Acessado em: 15/02/2010.
- GOMPERS, P.; ISHII, J.; METRICK, A. 2003. Corporate governance and equity prices. *Quarterly Journal of Economics*, 118(1):117-155. <http://dx.doi.org/10.1162/00335530360535162>
- GOULART, A.M.C. 2003. *Evidenciação contábil do risco de mercado por instituições financeiras no Brasil*. São Paulo, SP. Dissertação de Mestrado. Universidade de São Paulo, 202 p.
- HITT, M.A.; IRELAND, D.R.; HOSKISSON, R.E. 2005. *Administração estratégica*. São Paulo, Thomson, 550 p.
- HOSKISSON, R.E.; HITT, M.A.; HILL, C.W.L. 1993. Managerial incentives and investment in R&D in large multiproduct firms. *Organization Science*, 4(2):325-341. <http://dx.doi.org/10.1287/orsc.4.2.325>
- INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). 2006. *Governança corporativa em empresas de controle familiar: casos de destaque no Brasil*. São Paulo, Saint Paul Editora, 222 p.
- INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). 2009. *Código das melhores práticas de governança corporativa*. São Paulo. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, 73 p. Disponível em: [www.ibgc.org.br](http://www.ibgc.org.br). Acessado em: 10/07/2009.
- JENSEN, M.C.; MECKLING, W.H. 1994. *The nature of man*. Working Paper. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/abstract=5471>. Acessado em: 28/08/2007.
- JENSEN, M.C.; MECKLING, W.H. 1976. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3:305-360. [http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- JOHNSON, S.; BOONE, P.; BREACH, A.; FRIEDMAN, E. 2000. Corporate governance in the Asian financial crisis. *Journal of Financial Economics*, 58:141-186. [http://dx.doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00069-6](http://dx.doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00069-6)
- KAPPLER, L.; LOVE, I. 2002. *Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets*. Working Paper 2.818. World Bank Policy Research, 139 p.
- KLEIN, B. 1983. Contracting cost and residual claims: the separation of ownership and control. *Journal of Law & Economics*, 26:367-374. <http://dx.doi.org/10.1086/467040>
- LEAL, R.P.C.; CARVALHAL-DA-SILVA, A.L. 2005. *Corporate governance and value in Brazil (and in Chile)*. Working Paper. Disponível em: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=726261](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=726261). Acessado em 17/04/2009.
- LA PORTA, R.; LOPES-DE-SILANAE, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R.W. 1998. Law and finance. *Journal of Political Economy*, 106:1113-1115. <http://dx.doi.org/10.1086/250042>
- LODI, J.B. 2000. *Governança corporativa: o governo da empresa e o conselho de administração*. Rio de Janeiro, Campus, 190 p.
- LETHBRIDGE, E. 1997. Governança corporativa. *Revista do BNCDES*, 4(8):209-231.
- MORCK, R.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. 1998. Management ownership and market valuation: an empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 20:293-315. [http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X\(88\)90048-7](http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X(88)90048-7)
- NARDI, P.C.C.; NAKAO, S.H. 2006. Impacto da entrada nos níveis diferenciados de governança corporativa sobre a imagem institucional da empresa. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, São Paulo. *Anais...* São Paulo, USP. 1 CD-ROM.
- ORGANIZATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT (OECD). 2004. *Principles of corporate governance*. Disponível em: <http://www.oecd.org/dataoecd/32/18/31557724.pdf>. Acessado em: 06/04/2010.
- OKIMURA, R.T. 2003. *Estrutura de propriedade, governança corporativa, valor e desempenho das empresas no Brasil*. São Paulo, SP. Dissertação de Mestrado. Universidade de São Paulo, 132 p.
- POVOA, A. 2008. *Valuation: como precificar ações*. São Paulo, Globo, 371 p.
- QUENTAL, G.A. J. 2007. *A investigação dos impactos da adesão de empresas brasileiras aos segmentos diferenciados de governança corporativa da Bolsa de Valores de São Paulo*. Rio de Janeiro, Instituto Coppead de Administração da Universidade Federal do Rio de Janeiro, 68 p.
- ROGERS, P. 2006. *Governança corporativa, mercado de capitais e crescimento econômico no Brasil*. Uberlândia, MG. Dissertação de Mestrado. Universidade Federal de Uberlândia, 147 p.
- RENNEBOOG, L. 2000. Ownership, managerial control and governance of companies listed on the business stock exchange. *Journal of Banking and Finance*, 24(12):1959-1995. [http://dx.doi.org/10.1016/S0378-4266\(99\)00128-4](http://dx.doi.org/10.1016/S0378-4266(99)00128-4)
- RICCA, D. 2010. *Profissionalização e governança corporativa*. Disponível em: [http://www.acionista.com.br/mercado/artigos\\_mercado/010210\\_domingos\\_ricca.htm](http://www.acionista.com.br/mercado/artigos_mercado/010210_domingos_ricca.htm). Acessado em: 12/04/2010.

- ROSS, S.A. 1973. The economic theory of agency: the principal's problem. *American Economic Review*, 63(2):134-139.
- SHLEIFER, A.; VISHNY, R. 1997. A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, 53(2):737-783.  
<http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>
- SILVEIRA, A.M. 2002. *Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil*. São Paulo, SP. Dissertação de Mestrado. Universidade de São Paulo, 165 p.
- SILVEIRA, A.M. 2009. Unidas pelos erros. *Revista Capital Aberto*, 74:66-67.
- SROUR, G. 2005. Práticas diferenciadas de governança corporativa: um estudo sobre a conduta e a performance das firmas brasileiras. *Revista Brasileira de Economia*, 59(4):635-674.  
<http://dx.doi.org/10.1590/S0034-71402005000400006>
- STULZ, R.M. 1999. Globalization of equity markets and the cost of capital. Working Paper prepared for the SBF/NYSE Conference of Global Equity Markets, 69 p. Disponível em: <http://www.pdfport.com/view/579288-globalization-of-equity-markets-and-the-cost-capital.html>. Acessado em: 13/09/2009.
- TAVARES, P.C.A.; MINARDI, A.M.A. 2009. Does private equity investment work as a quality certification for IPOs in Brazil? In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 9, São Leopoldo, 2009. *Anais...* São Leopoldo, p. 1-23.
- TURNBULL, S. 1997. Corporate governance: its scope, concerns and theories. *Scholarly Research and Theory Papers*, 5(4):180-205.
- VERGARA, S.C. 2000. *Projetos e relatórios de pesquisa em administração*. São Paulo, Atlas, 96 p.
- VERRECCHIA, R.E. 2001. Essays on disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 32(1-3):97-180.  
[http://dx.doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00025-8](http://dx.doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00025-8)
- VIEIRA, S.P.; MENDES, A.G.S. 2004. Governança corporativa: uma análise de sua evolução e impactos no mercado de capitais brasileiro. *Revista BNDES*, 11(22):103-132.
- WOLFENZON, D. 1999. *A theory of pyramidal structures*. Working Paper. Cambridge, Harvard University, 48 p.
- WILLIAMSON, O. 1988. Corporate finance and corporate governance. *Journal and Finance*, 43(3):567-591.  
<http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6261.1988.tb04592.x>

Submetido: 01/07/2010

Aceito: 23/08/2011

#### **VERA MARIA RODRIGUES PONTE**

Universidade Federal do Ceará  
Av. da Universidade, 2431, Programa de Pós-Graduação em Administração e Controladoria, CEP 60020-180, Fortaleza, Ceará, Brasil

#### **MARCELLE COLARES OLIVEIRA**

Universidade de Fortaleza  
Av. Washington Soares, 1321, Programa de Pós-Graduação em Administração, CEP 60811-905, Fortaleza, Ceará, Brasil

#### **MÁRCIA MARTINS MENDES DE LUCA**

Universidade Federal do Ceará  
Av. da Universidade, 2431, Programa de Pós-Graduação em Administração e Controladoria, CEP 60020-180, Fortaleza, Ceará, Brasil

#### **ODERLENE VIEIRA DE OLIVEIRA**

Universidade de Fortaleza  
Av. Washington Soares, 1321, Programa de Pós-Graduação em Administração, CEP 60811-905, Fortaleza, Ceará, Brasil

#### **LINDENBERG ARAÚJO ARAGÃO**

Universidade de Fortaleza  
Av. Washington Soares, 1321, Programa de Pós-Graduação em Administração, CEP 60811-905, Fortaleza, Ceará, Brasil

#### **AUGUSTO MARCOS CARVALHO DE SENA**

Universidade de Fortaleza  
Av. Washington Soares, 1321, Programa de Pós-Graduação em Administração, CEP 60811-905, Fortaleza, Ceará, Brasil

## ANEXO

## QUESTIONÁRIO

Identificação dos fatores motivacionais para a adoção de melhores práticas de Governança Corporativa, segundo a percepção dos diretores de relacionamento com o investidor (RI). Para efeito desta pesquisa, consideram-se boas práticas de Governança Corporativa aquelas descritas no Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC). Por favor, assinale um número de um a cinco de acordo com o grau de importância que você considera para cada item.

## SEM IMPORTÂNCIA 1 2 3 4 5 EXTREMA IMPORTÂNCIA

Quanto mais próximo do número 1 você se posicionar, menor o grau de importância do item. Quanto mais próximo do número 5 você se posicionar, maior o grau de importância do item.

	1 Sem importância	2	3	4	5 Extrema importância
1. Perpetuar a empresa	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
2. Profissionalizar a empresa	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
3. Alcançar ambiente meritocrático, a fim de aumentar a retenção de talentos	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
4. Melhorar a imagem institucional	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
5. Melhorar o relacionamento entre os acionistas componentes do bloco de controle	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
6. Garantir maior transparência e relacionamento com o mercado de capitais	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
7. Melhorar o processo sucessório	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
8. Aumentar a captação de recursos junto a credores e acionistas	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
9. Facilitar a internacionalização das operações da empresa	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
10. Viabilizar a entrada de sócios estratégicos e investidores institucionais	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
11. Recuperar a confiança dos investidores	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
12. Possibilitar uma melhor percepção dos papéis corporativos pelos investidores	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
13. Possibilitar uma maior diversificação patrimonial dos acionistas controladores	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
14. Melhorar o processo de precificação das ações da empresa	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
15. Promover um maior alinhamento entre proprietários, conselho de administração e diretoria executiva	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
16. Reduzir conflitos de interesses	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
17. Valorizar as ações da empresa	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
18. Aumentar a liquidez das ações da empresa	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
19. Reduzir o custo de capital	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
20. Agregar valor para os acionistas	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
21. Reduzir a volatilidade das ações da empresa	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
22. Facilitar o acesso ao crédito	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
23. Melhorar o processo decisório	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
24. Melhorar o trabalho da alta gestão no processo de estruturação e de melhoria do desempenho operacional	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
25. Viabilizar a abertura de capital	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

Caso queira acrescentar alguns fatores motivacionais que não foram citados, favor mencionar abaixo:

---

---

---

---

---

---

---