

**INVESTIDORES INSTITUCIONAIS E PRÁTICAS DE GOVERNANÇA  
CORPORATIVA: UMA ANÁLISE DAS MAIORES  
EMPRESAS BRASILEIRAS LISTADAS NA BM&FBOVESPA**

*Francisca Francivânia Rodrigues Ribeiro Macêdo*

*Geovanne Dias de Moura*

*Nelson Hein*

*Universidade Regional de Blumenau – FURB*

**RESUMO:**

O estudo objetiva analisar a relação entre a participação acionária dos investidores institucionais e a adoção de boas práticas de governança corporativa nas maiores empresas brasileiras listadas nos diversos setores econômicos da BM&FBovespa. Realizou-se pesquisa descritiva, conduzida por meio de análise documental, com consulta ao balanço patrimonial; notas explicativas; relatórios de administração; IANs - relatórios de informações anuais disponíveis no *site* da BM&FBovepa e *websites* das organizações. A amostra compreendeu as maiores empresas de cada setor econômico da BM&FBovespa que possuíam investidores institucionais como acionistas, totalizando 38 empresas. Para a análise dos dados, foram usadas medidas de estatísticas descritivas e análise de correlação de Pearson. Os resultados indicaram um ambiente com possibilidade de conflitos, pois existe concentração de capital. Em relação às práticas de governança corporativa, captadas de acordo com o índice elaborado por Silveira (2004), obteve-se um índice médio de 72%. Os dados também demonstraram uma relação positiva e significativa entre investidores institucionais e boas práticas de governança, sinalizando que as empresas que possuíam maior participação acionária dos investidores institucionais foram as que apresentaram melhores práticas de governança.

**PALAVRAS-CHAVE:** Investidores institucionais; Governança corporativa; Empresas brasileiras; BM&FBovespa.

**ABSTRACT**

The study aims to analyze the relationship between the shareholding of institutional investors and the adoption of good corporate governance practices in the largest Brazilian firms in various economic sectors of the BM&FBovespa. We conducted descriptive research, conducted through document review, in consultation with the balance sheet, notes, management reports; IANs-annual reports of information available at the BM&FBovepa websites and organizations. The sample consists of the largest companies in each economic sector of the Bovespa had to institutional investors as shareholders, totalling 38 companies. For data analysis, measures were used descriptive statistics and Pearson correlation analysis. The results indicate an environment with potential for conflict, as there is concentration of capital. In relation to corporate governance practices, according to the captured index compiled by Silveira (2004), we obtained an average rate of 72%. The data also showed a positive and significant relationship between institutional investors and good governance practices, signalling that companies had a greater stake of institutional investors were the ones with best governance practices.

**KEY WORDS:** Institutional Investors; Corporate Governance; Brazilian companies; BM&FBovespa.

## 1. INTRODUÇÃO

No Brasil, assim como em diversos países, há forte concentração de capital, conforme estudos de Okimura, Silveira e Rocha (2007), Correia e Amaral (2009) e Moura e Beuren (2011). Em ambientes com essa característica os acionistas majoritários possuem alto poder de controle, possibilitando o uso de recursos da empresa em benefício próprio, enquanto os acionistas minoritários arcam de maneira parcial com os custos (OKIMURA; SILVEIRA; ROCHA, 2007), tendo muitas vezes seus recursos expropriados.

Observa-se que os conflitos mais relevantes são observados na relação entre acionistas minoritários e majoritários, tratados na literatura, pela teoria da agência (LA PORTA et al., 1999; VALADARES; LEAL, 2000; SILVEIRA, 2002). Diante disso, torna-se necessário propiciar garantias de proteção aos acionistas minoritários, e ainda, criar mecanismos para evitar problemas de expropriação da riqueza ocorrido em grandes empresas como a *Enron*, *Worldcom*, *Xerox*, Banco Nacional, *Parmalat*, entre outras (PRADO, 2010; BEBCHUK; WEISBACH, 2010; MOURA; BEUREN, 2011).

Como forma de minimizar os referidos conflitos e conseqüentemente proteger os acionistas minoritários, eis que surgem as práticas de governança corporativa, que ganharam força e importância no Brasil na medida em que o mercado de capitais começou a se desenvolver no país, e que possuem como principal objetivo, garantir maior transparência nas decisões tomadas pelos controladores (SILVEIRA, 2004; SANTOS, 2009).

À medida que o mercado de capitais se desenvolve aumenta também o número de investidores institucionais, como fundos mútuos de investimento, entidades fechadas de previdência privada e seguradoras (HELMANN, 2005; PUNSUVO, 2006; AGGARWAL et al., 2011). Esses se tratam de grupos constituídos por investidores individuais que juntos ganham força e detêm mais ações em relação a um único acionista ordinário individual, vistos como investidores de longo prazo que normalmente desempenham um papel ativo no monitoramento das decisões gerenciais, portanto, contribuem para a melhoria das práticas de governança corporativa nas empresas que recebem seus investimentos (TAN; KEEPER, 2008).

Então, ciente das complexidades que envolvem a díade acionista majoritário *versus* acionista minoritário, emerge a pergunta de pesquisa que orienta este estudo: há relação, em empresas brasileiras, entre a participação acionária dos investidores institucionais e a adoção de boas práticas de governança corporativa?

Diante do exposto, o objetivo norteador desta pesquisa é analisar a relação entre a participação acionária dos investidores institucionais e a adoção de boas práticas de governança corporativa nas maiores empresas brasileiras listadas nos diversos setores econômicos da BM&FBovespa.

A motivação para este estudo decorre da crescente visibilidade e interesse que a governança corporativa vem despertando em empresas e pesquisadores nos últimos anos, logo, estudar a relação entre investidores institucionais e a governança corporativa torna-se relevante e desafiador à medida que pode contribuir para fortalecer o entendimento sobre o tema.

Além da importância do tema, o estudo justifica-se também em virtude da existência de divergências encontradas em resultados de pesquisas anteriores da mesma natureza (GILLAN; STARKS, 2000; HELLMAN, 2005; CHUNG; ZHANG, 2009; AGGARWAL et al. 2011) e que geram inquietações. Ademais, ainda existe um reduzido número de estudos que investigaram a influência dos investidores institucionais nas práticas de governança corporativa no contexto brasileiro, haja vista que, no Brasil, pesquisadores têm analisado principalmente a relação existente entre governança, valor e desempenho das empresas como, por exemplo, Carvalhal-da-Silva (2004), Leal e Carvalhal-da-Silva

(2007), Black, Carvalho e Gorga (2010); Braga-Alves e Shastri (2011) e Vieira et al. (2011). Investigar essa relação em empresas brasileiras é importante, uma vez que o Brasil é um país que se destaca na economia mundial e que tem atraído a atenção de grupos de investidores institucionais, inclusive de outros países.

O estudo está estruturado em sete seções, iniciando com essa introdução. Em seguida, apresenta-se o referencial teórico, que aborda conflitos de agência, governança corporativa e investidores institucionais. Após, descreve-se a metodologia utilizada para o desenvolvimento da pesquisa. Consecutivamente, evidencia-se a descrição e a análise dos dados e, por último, apresentam-se as considerações finais do estudo, acompanhadas das referências que embasaram empírica e teoricamente a pesquisa.

## 2. CONFLITOS DE AGÊNCIA

No século XX, diante do considerável crescimento, particularidades e exigências das entidades, tornou-se cada vez mais comum o fato do proprietário-fundador vir a ceder às atribuições típicas da gestão a um gestor profissional, que em tese, deveria agir conforme os direcionamentos do proprietário. Entretanto, ao haver essas delegações de responsabilidades surgiram conflitos entre o gestor (agente) e o proprietário (principal), visto que, o primeiro (*insider*) pode não reunir todo o empenho para concretizar os objetivos traçados pelos últimos (*outsider*).

O *insider* possui interesses individuais e uma gama de informações privilegiadas, já o *outsider* fica subordinado a um reduzido mote de informações disponibilizadas por àquele. Observa-se, então, que a separação entre propriedade e controle abriu espaço para que despontasse uma importante falha de mercado – a assimetria informacional entre agente e principal, o clássico problema de agência.

A assimetria informacional traz, *per se*, como consequência, dois problemas – a seleção adversa (*adverse selection*) e o risco moral (*moral hazard*). O problema de seleção adversa e risco moral é abordado, ao longo dos anos, por inúmeros pesquisadores (por exemplo, Akerlof, 1970; Rothschild e Stiglitz 1976; Stiglitz e Weiss, 1981; Gifford, 1999; Tsoulouhas, 1999; Gueyie, Lai, 2003; Bhattacharya; Packalen, 2012; Wang, 2013) sob diversas óticas (sistemas de saúde, instituições financeiras, leilões, taxas de contratações, exposição comercial, etc).

A seleção adversa decorre da assimetria informacional (informação oculta), em outras palavras, ocorre quando a informação não é igualmente distribuída entre o principal e o agente (MARTINEZ, 1998). Portanto, níveis informacionais diferentes a respeito de fatores exógenos que afetam a eficiência da firma (parâmetros tecnológicos, comportamento da demanda, etc.) passam a existir entre o regulador e o regulado (PIRES; PICCININI, 1999). Assim, há um desequilíbrio do bem-estar nas relações entre ambos, vez que, os envolvidos podem vir a não ter acesso aos planos empresariais tanto quanto gostariam (THOMPSON-FLÔRES, 2004). Além do que, nesse fenômeno da informação assimétrica, o principal não tem conhecimento dos reais custos que envolvem as transações (WANG, 2013).

Já o risco moral surge quando o principal não é capaz de controlar todas as ações do agente (MARTINEZ, 1998), ou seja, nessa situação, apenas uma das partes (agente) possui conhecimento acurado do resultado de determinados movimentos intrinsecamente endógenos, como por exemplo, custos de produção, resultado de medidas administrativas, etc. (PIRES; PICCININI, 1999; WANG, 2013), sendo o risco moral, portanto, associado à perspectiva de expropriação por parte dos *insiders* (THOMPSON-FLÔRES, 2004).

O problema de agência há muito tempo vem sendo pontuado pelos pesquisadores e, Berle e Means (1932) foram quem pioneiramente citaram esse problema no ambiente empresarial. Os autores constataram que as grandes empresas modernas caracterizavam-se pela separação entre propriedade,

pulverizada entre muitos acionistas e controles exercidos por diretores e administradores de carreira, verificaram ainda, que o foco do problema de agência girava em torno do conflito de interesses entre acionistas e gestores de entidades com propriedade dispersa do capital, vez que, em quase todos os países – a exceção dos EUA, Reino Unido e Japão – prevaleciam empresas com propriedade concentrada e, na maioria das vezes, controladas por uma única família.

Dessa forma, a teoria da agência – vertente da teoria dos contratos – concentra sua análise na importância dos incentivos como forma de alinhamento dos interesses entre o principal e o agente. Contudo, existem custos que incorrem desses conflitos e também da contratação entre as partes, tais custos, perante a teoria do agenciamento, recebem a denominação de custos de agência.

Na literatura, diversas tentativas foram realizadas quando da classificação desses custos e, entre os percussores destaca-se, sobremaneira, o histórico trabalho de Jensen e Meckling (1976) que divide os custos de agência em despesas de monitoramento do principal; despesas com cobertura de seguros e perdas residuais.

Saito e Silveira (2008) relatam que no caso da relação entre acionistas e gestores podem-se mitigar os conflitos de agência, porém, os acionistas ao monitorar as atividades dos executivos e estabelecer incentivos contratuais apropriados, incorrem em custos de agência para alinhar os interesses do agente aos seus.

Constata-se, desta feita, que a literatura sobre esses assuntos é vasta. Vários estudos foram desenvolvidos em áreas correlatas e, com isso, a compreensão do funcionamento das empresas foi ampliada. Entre esses estudos, destacam-se os trabalhos: sobre direitos de propriedade e teoria dos contratos de Coase (1937, 1960), Alchian (1965), Alchian e Demsetz (1972), Preston (1975) e Klein (1976); sobre custos de agência de Wilson (1968), Ross (1973) e Heckerman (1975); sobre o grau de concentração de Siqueira (1998), Valadares e Leal (2000), Dutra e Saito (2002), Okimura (2003), Carvalhal-da-Silva (2004), Silveira et al. (2004), Carvalhal-da-Silva e Leal (2005) e Okimura, Silveira e Rocha (2007).

### **3. GOVERNANÇA CORPORATIVA**

A governança corporativa desponta no ambiente organizacional com fiel intuito de aplacar os inúmeros e constantes conflitos de interesse gerados pela separação entre propriedade e gestão. Segundo Shleifer e Vishny (1997, p. 738), que realizaram um dos principais estudos sobre governança corporativa sob a ótica da teoria da agência, a governança corporativa pode ser descrita como sendo um “[...] conjunto de mecanismos pelos quais os fornecedores de recursos garantem que obterão para si o retorno sobre seu investimento”. Para Denis e McConnell (2003), a governança corporativa pode ser definida como um conjunto de mecanismos institucionais baseados pelo mercado, que induz os agentes a tomarem as decisões que maximizem o valor da companhia para os acionistas. Portanto, é uma possibilidade dos investidores se assegurarem de que terão o retorno do que foi aplicado.

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

O código considerado pioneiro no desenvolvimento da governança corporativa no mundo foi o *Cadbury Report*, publicado pela Inglaterra em 1992, seguido pelo código *National Association of Corporate Directors Report*, publicado nos Estados Unidos em 1996 (SILVA; CARMONA, 2010).

No Brasil, dentre os principais códigos pode-se citar o código de melhores práticas de governança corporativa do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) e a Cartilha de Boas Práticas de Governança Corporativa da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) (SILVEIRA, 2004; OLIVEIRA et al., 2004; SIRQUEIRA, 2007; SILVA; CARMONA, 2010, MOURA, 2011).

No código do IBGC (2009, p. 19) a governança é definida como “[...] o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre proprietários, conselho de administração, diretoria e órgãos de controle”. Na cartilha da CVM (2002, p. 1) a governança corporativa é definida como “[...] o conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital”.

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

Outra medida importante para o desenvolvimento da governança corporativa no Brasil ocorreu quando a Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros do Estado de São Paulo (BM&FBovespa), no ano de 2000, criou uma classificação em três níveis, correspondentes à práticas diferenciadas de governança corporativa (SILVEIRA et al., 2009). De acordo com a BM&FBovespa (2010), os níveis de Governança Corporativa são segmentos de listagem destinados à negociação de ações emitidas por empresas que se comprometem, voluntariamente, com a adoção de práticas de governança corporativa adicionais em relação ao que é exigido pela legislação, ampliando os direitos dos acionistas e melhorando a qualidade das informações.

Assim, as empresas brasileiras, de acordo com Moura (2009), podem seguir o código de melhores práticas de governança corporativa do IBGC, utilizar como base a Cartilha de Boas Práticas de Governança Corporativa da CVM, adotar as exigências dos níveis de governança da BM&FBovespa e/ou ainda, seguir todos. Isso resulta na possibilidade de existirem práticas de governança diferentes nas empresas brasileiras. Diferenças podem ocorrer também, conforme descreve Silveira (2004), em virtude de especificidades operacionais de cada empresa, bem como, em virtude dos diferentes interesses pela governança corporativa.

Para analisar a qualidade das práticas de governança, a construção e utilização de índices tem sido uma prática recorrente em estudos dessa natureza. Tais índices têm sido utilizados em estudos que pesquisam amostras bastante representativas de empresas em diversos países e desenvolvidos por instituições financeiras, seguradoras e bolsa de valores ou pelos próprios pesquisadores (LEAL; CARVALHAL-DA-SILVA, 2007).

Klapper e Love (2002), por exemplo, pesquisaram a qualidade das práticas de governança corporativa das maiores companhias abertas de 14 países no ano de 1998. A amostra foi composta por 374 companhias do Brasil, Chile, Hong Kong, Índia, Indonésia, Coréia, Malásia, Filipinas, Paquistão, Singapura, África do Sul, Taiwan, Tailândia e Turquia. As autoras utilizaram como base para medir as práticas de governança corporativa um índice criado pelo banco *Credit Lyonnais Securities Asia* (CSLA). O índice médio geral de governança das empresas foi equivalente a 54,11% (de 57 questões). O índice médio mais baixo foi de 31,85%, entre as empresas do Paquistão, e o índice médio máximo foi de 66,53%, entre as empresas da África do Sul. Destacaram-se, de maneira positiva, Singapura (65,34%) e Chile (61,63%) e, de maneira negativa, Indonésia (37,81%) e Coréia do Sul (40,66%). As empresas brasileiras obtiveram um índice médio de 57%.

Silveira (2004) investigou as práticas de governança corporativa de 161 companhias brasileiras, no período de 1998 a 2002. Como aproximação para qualidade da governança corporativa o autor

construiu um índice de governança a partir de recomendações constantes do código de melhores práticas de governança do IBGC e da CVM, além de aspectos descritos por Jensen (2001). O índice de governança médio obtido foi de aproximadamente 34% de adoção às práticas analisadas, sendo que 75% das companhias apresentaram índice inferior a 45%. O índice médio encontrado foi considerado baixo, tendo em vista que a maioria das práticas não estavam sendo utilizadas nas companhias da amostra.

Black, Jang e Kim (2006) pesquisaram 515 empresas com ações negociadas na bolsa de valores coreana, no ano de 2001. Para medir a qualidade da governança corporativa, os autores criaram um índice baseado num estudo sobre práticas de governança corporativa realizado anteriormente pela bolsa de valores da Coreia, considerada uma das maiores bolsas da Ásia com cerca de 1.800 empresas listadas. A qualidade da governança corporativa foi considerada inferior ao esperado, pois o índice médio encontrado foi de 32,63% de adoção às práticas analisadas. O menor índice foi de 12,73% e o maior de 86,93%, sendo que nenhuma empresa atingiu 100% do índice.

Lopes e Walker (2008) investigaram a qualidade das práticas de governança corporativa das companhias abertas brasileiras nos anos de 1998, 2000, 2002 e 2004. A qualidade das práticas de governança corporativa foi medida por meio de um índice formulado a partir das recomendações do IBGC, CVM e BM&FBovespa. Os resultados indicaram um índice médio geral das empresas analisadas correspondente a 26%, indicando que 74% das respostas a todas as perguntas foram equivalentes a zero, consequentemente, perceberam baixa qualidade da governança corporativa das empresas brasileiras no período.

Black, Carvalho e Gorga (2012) apresentaram um panorama das práticas de governança corporativa no Brasil, baseado em um extenso levantamento feito no ano de 2005 com 88 empresas com controle privado brasileiro. Verificaram que os conselhos de administração da maioria das empresas eram compostos totalmente ou quase totalmente por membros ou representantes da família ou grupo controlador. Muitas empresas não tinham nenhum conselheiro independente. Perceberam também que as divulgações de informações financeiras estavam aquém dos padrões internacionais. Apenas algumas empresas forneciam informações sobre os fluxos de caixa ou demonstrações financeiras consolidadas. Comitês de auditoria não eram comuns, porém muitas empresas brasileiras buscavam uma alternativa para assegurar a precisão das demonstrações financeiras, através da criação de um conselho fiscal. Uma pequena parte fornecia direitos de proteção para os acionistas minoritários em uma venda de controle da empresa. Os acionistas que detinham o controle da empresa costumavam utilizar acordos de acionistas para garantir o controle.

A necessidade de atitudes estabelecidas para a governança corporativa tem sido reforçada pela onda de transgressões corporativas, como a WorldCom e Enron nos Estados Unidos (EUA) e na Austrália o HIH. Neste contexto, a emergência de investidores institucionais como uma nova geração de acionistas, têm sido propagandeados como os "salvadores" dos direitos dos acionistas através de uma combinação de seu tamanho, participação acionária concentrada, boa reputação e acesso a uma ampla gama de recursos financeiros que possibilitam maior acompanhamento das ações do agente e melhoria nas práticas de governança corporativa (TAN; KEEPER, 2008; AGGARWAL et al. 2011).

#### **4. INVESTIDORES INSTITUCIONAIS**

Como observado através dos relatos anteriores, os acionistas, detentores de uma parte do capital da empresa, embora sejam os reais proprietários, não exercem as atividades de execução das transações e ao que parece não estão dispostos a arcar com os custos inerentes ao controle dos atos dos executivos administradores, portanto, ficam a mercê das atitudes dos agentes, já que estes detêm em suas mãos, uma gama de informações vantajosas, além de interesses difusos, logo, necessitam de mecanismos para minimizar os riscos dessa delegação de poder sem, contudo, necessitar de um ônus exorbitante. Em resposta a esses anseios, os investidores institucionais revelam-se como

indispensáveis peças para sanear tais problemas, visto que desempenham um papel importante para assegurar a boa governança dos seus investimentos nas empresas.

Tan e Keeper (2008) enfatizam que esse argumento se baseia no fato de que essas instituições por meio de ações de propriedade concentrada, juntamente com a força financeira e competências da instituição são capazes de efetivamente superar o problema da participação difusa. Esclarece-se, entretanto, serem esses investidores, organizações que negociam grandes volumes de títulos, podendo-se citar como exemplo as instituições financeiras, as companhias de seguros, os fundos de pensões, os bancos, as sociedades de investimentos e outras qualificadas em lei (THOMPSON-FLÔRES, 2004).

Na prática, nos últimos anos, devido às exigências do cliente ou a uma pressão crescente de governos, as instituições tornaram-se participantes mais ativas nas questões de governança através do uso de seu poder de voto. THOMPSON-FLÔRES (2004) sentencia que a proximidade entre propriedade (direitos sobre significativo percentual dos fluxos de caixa) e controle (poder de voto e gestão propriamente dita), associada à responsabilidade fiduciária dos investidores institucionais para com seus quotistas ou participantes (este último, no caso dos fundos de pensão, lhes permite exigir a implementação de boas práticas de governança corporativa nas empresas que compõem seus portfólios e, conseqüentemente, contribuir para melhorar a rentabilidade e a sustentabilidade das empresas no médio e longo prazo.

Entrevistas realizadas com casas de investimentos sediadas no Reino Unido revelam que os investidores institucionais são participantes regulares na votação e na discussão de questões relativas à remuneração dos executivos, além de terem compromissos sérios com o Conselho de Administração e com importantes questões estratégicas da alta administração (TAN; KEEPER, 2008). Solomon (2007) revela que os investidores do Reino Unido foram autorizados a votar sobre uma série de políticas de remuneração em determinadas empresas desde 2001 e salienta que esse poder é limitado à própria política e não a remuneração individual de gestão, que deve ser decidida pelos diretores.

Por meio de seu poder de voto, os investidores institucionais enviam sinais fortes para a comunidade empresarial sobre as suas preferências para uma boa governança. Casos como Kingfisher e GlaxoSmithKline no Reino Unido são bons exemplos de intervenção dos investidores institucionais quando os pacotes de remuneração oferecidos são excessivos à luz do desempenho dos executivos. O caso envolvendo GlaxoSmithKline foi um exemplo público de atuação dos investidores institucionais quando na votação da remuneração sugerida pelos executivos, 63% dos votos (contrários e abstenções) não aprovaram a remuneração proposta por estes (TAN; KEEPER, 2008).

Denis e McConnell (2003) observaram que grandes acionistas detêm os benefícios privados do controle, logo, são incentivados a monitorar os agentes e, portanto, possuem controle suficiente para exercer influência sobre a gestão da empresa. Ressalta-se, entretanto, que essas são algumas características fundamentais para o papel ativista exercido pelos investidores institucionais em geral, e pelos fundos de pensão, em particular.

Daily et al. (1996), por exemplo, sugerem que o ativismo de investidores institucionais, particularmente dos fundos de pensão, pode levar a mudanças em alguns aspectos da governança, como o aumento de conselheiros externos, eliminação de alguns recursos que limitam processos de tomada de controle (*takeover*), separação dos cargos de presidente executivo e presidente do conselho de administração etc. Essa linha de raciocínio poderia levar à hipótese de que quanto maior a participação acionária dos fundos de pensão, melhor seriam as práticas de governança (PUNSUVO et al., 2007).

Na literatura, existe uma vertente que enfoca o papel desempenhado por investidores institucionais na governança. Por exemplo, Gillan e Starks (2007) analisam a evolução do ativismo dos acionistas institucionais nos EUA contra os efeitos das propostas de valor ao acionista para a

influência sobre eventos. Chung e Zhang (2009) constataram que quanto maior a fração de ações detida por investidores institucionais, melhores são as práticas de governança. Aggarwal et al. (2011) investigaram empresas de 23 países durante o período de 2003-2008 e constataram que o nível de governança é positivamente associado com investimento institucional internacional.

Bushee, Carter e Gerakos (2008) encontraram evidências de que empresas com boas práticas de governança nos EUA estão associadas a melhorias futuras de direitos dos acionistas. Em um levantamento dos investidores institucionais, McCahery, Sautner e Starks (2008) entendem que a governança corporativa é importante para os investidores institucionais, e que muitas instituições estão dispostas a participar do ativismo dos acionistas.

Recente estudo do ativismo sobre fundos de papéis específicos, tais como fundos de pensões ou fundos de *hedge* foi desenvolvido por Brav et al. (2008) e Klein e Zur (2009). Embora, na verdade o convite para a participação institucional não seja algo novo, pois em 1928, Berle pediu que os bancos agissem como "comissões permanentes de proteção" para negociar, em seguida, informações financeiras reservadas e proteger as aquisições internacionais para melhorar a proteção dos investidores nas empresas-alvo (ROSSI; VOLPIN, 2004; BRIS; CABOLIS, 2008; AGGARWAL et al., 2009).

Vários estudos no Brasil, também analisaram questões relacionadas à influência da estrutura acionária. Silva (2002) analisou os efeitos da estrutura de controle e propriedade no valor de mercado, estrutura de capital e política de distribuição de dividendos de empresas brasileiras. Okimura (2003) estudou a relação entre a estrutura de propriedade e controle e o valor e desempenho das empresas brasileiras não-financeiras privadas. Outro tema que ainda merece atenção é a influência do tamanho da posição de cada investidor (especialmente os institucionais) sobre a qualidade da governança. Por isso, analisar a relação entre a participação dos investidores institucionais e a governança corporativa mostra-se ser relevante.

Viu-se que os investidores institucionais ao participarem de grandes blocos de controle de empresas podem ser chamados de controladores. Vale ressaltar, no entanto, que, no caso dos fundos de pensão, em função de restrições legais, estes são minoritários por excelência (hipótese testada nos estudos de THOMPSON-FLÓRES, 2004). Esses investidores representam hoje uma considerável fonte de recursos de longo prazo da economia, tanto para investimentos diretos quanto indiretos e através de suas atitudes dentro do ambiente organizacional, mostram-se como importante mecanismo de controle dos interesses dos *outsiders*, bem como, diminuidores dos conflitos de agência.

## 5. METODOLOGIA

A fim de atender ao objetivo proposto no estudo, realizou-se pesquisa descritiva, documental e abordagem quantitativa. Os dados foram coletados a partir das notas explicativas, relatórios da administração e informações anuais - IANs (documento que contém informações corporativas, dentre as quais, constam informações sobre o conselho de administração), disponibilizados no *site* da BM&FBovespa referente ao ano base de 2009. Também foram realizadas consultas nos *sites* das empresas que compõem a amostra e as análises foram realizadas utilizando-se de estatística descritiva (médias, mínimos, máximos e desvio padrão), além da análise de correlação.

A população objeto do estudo é composta pelas empresas listadas em todos os setores da BM&FBovespa. A amostra é considerada intencional não probabilística, compreendendo as cinco maiores empresas de cada setor econômico, usando como critério de análise o ativo total, contudo, ressalta-se que foram selecionadas apenas àquelas que possuíam investidores institucionais como acionistas, portanto, a amostra final foi composta por 38 empresas. A justificativa para a escolha das cinco maiores empresas de cada setor recai na representatividade que possuem em seus respectivos setores econômicos.



Em um primeiro momento, foi verificado se as empresas da amostra ainda possuíam como características no ano de 2009, concentração de capital por parte do controlador, em seguida foi calculado para cada empresa o índice de investidores institucionais, caracterizado pelo percentual de ações que possuíam em relação ao total de ações da companhia no ano de 2009. Salienta-se, todavia, que em ambos os casos, os dados foram obtidos por meio das IANs disponíveis no *site* da BM&FBovespa.

Na seqüência, calculou-se o índice de governança corporativa elaborado de acordo com o estudo de Silveira (2004). O índice apresenta quatro dimensões que tem como objetivo avaliar as práticas de governança corporativa, entre elas: acesso às informações; conteúdo das informações; estrutura do conselho de administração; e estrutura de propriedade e controle. Destaca-se ainda que foi elaborado a partir de recomendações constantes no código de melhores práticas de governança do IBGC - Instituto Brasileiro de Governança Corporativa e da CVM - Comissão de Valores Mobiliários, além de aspectos descritos na obra de Jensen (2001).

Essa forma de avaliação das práticas de governança, por meio de índices semelhantes e principalmente como tentativa de avaliar o impacto sobre o desempenho das empresas, já foi realizada por outros pesquisadores, entre eles: Kappler e Love (2002), Black, Jang e Kim, (2006), Leal e Carvalhal-da-Silva (2007), Lopes e Walker (2008), Silveira et al. (2010), Moura (2011).

A vantagem da utilização de índices para verificar boas práticas de governança corporativa é citada nos estudos de Leal e Carvalhal-da-Silva (2007), Silveira et al. (2007), Lopes e Walker (2008) e Silveira et al. (2010), Moura (2011) como sendo índices que podem ser coletados manualmente por meio de fontes públicas de informação, não tendo, assim, a necessidade de aplicação de questionários, ato que pode resultar numa baixa taxa de respondentes. Além do mais, tais índices são transparentes e de fácil replicação, uma vez que não requerem julgamentos subjetivos e são facilmente interpretados.

O Quadro 1 contempla as referidas dimensões da governança corporativa e as 20 perguntas que formam o índice e devem ser divulgadas no *site* das empresas, nas IANs, notas explicativas e relatórios da administração.

*Quadro 1. Dimensões de Governança Corporativa*

<b>Dimensão de Governança Corporativa</b>	<b>N</b>	<b>Pergunta para construção do Índice de Governança Corporativa</b>
Acesso às Informações	1	É possível obter o relatório de administração (RA) da companhia via Internet?
	2	O <i>website</i> dispõe de documentos relativos à governança corporativa?
	3	O <i>website</i> dispõe de apresentações para analistas ou dados que possibilitem projeções operacionais e financeiras da empresa?
	4	O <i>website</i> é bilíngüe e possui uma seção de Relações com os Investidores?
	5	Não houve necessidade de contato direto com a companhia para obtenção de informações sobre a empresa?
Conteúdo das Informações Públicas	6	O RA inclui uma seção específica dedicada à implementação de princípios de Governança Corporativa?
	7	O RA ou outro documento explica a remuneração global dos executivos?
	8	Os demonstrativos são apresentados em US-GAAP; IAS-GAAP; CPC e Lei 11.638/07?
	9	O RA, <i>website</i> ou algum outro documento inclui uma seção com estimativas de lucros ou projeções de retornos financeiros (ROA, ROE, EBITDA, etc.)?
	10	O RA, <i>website</i> ou algum outro documento corporativo apresenta o valor adicionado/destruído pelo negócio no período com base em alguma medida de lucro econômico?

Estrutura do Conselho de Administração	11	Os cargos de diretor executivo e presidente do conselho de administração são ocupados por pessoas diferentes?
	12	A empresa possui um conselho de administração com 5 a 9 membros?
	13	Mais do que 80% do conselho de administração é composto por conselheiros externos?
	14	O conselho de administração possui mandato unificado não superior a 2 anos?
	15	A empresa possui acordo de acionistas?
Estrutura de Propriedade e Controle	16	A empresa emite apenas ações com direito a voto (ON)?
	17	As ações preferenciais correspondem a menos que 50% do total de ações?
	18	O controlador possui menos que 70% do total de ações ordinárias?
	19	O excesso (DIF) de direitos de controle (%ON) em relação aos direitos sobre o fluxo de caixa (%TA) do controlador é menor que 23%?
	20	A empresa concede <i>tag along</i> aos detentores de ações preferenciais?

Fonte: Adaptado de Silveira (2004, p. 99-100)

Na formação do índice de governança corporativa, as respostas foram binárias (0 e 1), sendo 1 para as informações que representaram boas práticas de governança corporativa e 0 para aquelas que não possuíam. Todas as questões receberam o mesmo peso e ao final cada empresa obteve uma pontuação que variou de 0% (pior) a 100% (melhor).

Objetivando facilitar o processo de coleta, foram utilizadas planilhas do *Microsoft Excel* para calcular o índice de investidores institucionais e o índice de governança corporativa.

Em seguida, para atingir o objetivo do estudo, utilizou-se na análise estatística o teste de Kolmogorov-Smirnov para testar se a distribuição amostral possuía normalidade dos dados. O resultado do teste foi positivo, dessa forma, optou-se por utilizar o coeficiente de correlação de Pearson para verificar a correlação existente entre os índices da pesquisa.

## 6. DESCRIÇÃO E ANÁLISE DOS DADOS

Esta seção contém a descrição e análise dos dados coletados. Primeiramente apresenta-se o percentual do capital total e votante dos controladores das empresas analisadas no ano de 2009. Em seguida, descreve-se a proporção de investidores institucionais no capital social das empresas da amostra. Na sequência, o índice de governança corporativa e, por último, demonstram-se os resultados da correlação de Pearson que possibilitou alcançar o objetivo do estudo.

O primeiro passo foi verificar se as empresas da amostra ainda possuíam como características no ano de 2009, concentração de capital por parte do controlador, conforme citado por Okimura, Silveira e Rocha (2007), Correia e Amaral (2009) e Moura e Beuren (2011) que pode resultar em ambiente de conflitos entre os acionistas controladores e minoritários conforme descrito por La Porta et al. (1999). Os resultados estão expostos na Tabela 1.

*Tabela 1. Percentual do capital total do controlador de acordo com os segmentos da BM&FBOVESPA no ano de 2009*

EMPRESAS	PERCENTUAL DO CAPITAL DO CONTROLADOR NAS EMPRESAS DA AMOSTRA									
	0 a	11 a	21 a	31 a	41 a	51 a	61 a	71 a	81 a	91 a
	10	20	30	40	50	60	70	80	90	100
Bens Industriais	-	1	1	2	-	-	-	-	-	-
Construção e transp.	-	-	1	2	1	1	-	-	-	-
Consumo cíclico	-	-	-	-	2	-	-	-	-	-
Consumo não cíclico	-	-	1	1	-	1	1	1	-	-
Financeiro e outros	-	1	-	1	1	-	1	-	1	-
Materiais básicos	-	1	1	1	1	-	-	1	-	-
Petróleo, gás e biocom.	-	1	-	1	-	-	1	-	-	-
Tecnol. da inform.	-	1	-	-	-	2	-	-	-	1
Telecomunicações	-	2	-	-	-	-	1	-	-	-
Utilidade pública	-	-	-	-	-	-	2	-	-	-
<b>TOTAL</b>	-	<b>7</b>	<b>4</b>	<b>8</b>	<b>5</b>	<b>4</b>	<b>6</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>1</b>
<b>TOTAL EM %</b>	-	<b>18</b>	<b>11</b>	<b>21</b>	<b>13</b>	<b>11</b>	<b>16</b>	<b>5</b>	<b>3</b>	<b>3</b>

Fonte: Dados da pesquisa.

Constatou-se, de acordo com a Tabela 1, que entre as empresas do setor de bens industriais a maior concentração do capital ocorreu com os controladores que possuíam entre 31% e 40% do capital total, ressalta-se que este foi o único setor que não possuía nenhuma empresa em que o controlador detinha a cima de 50% do capital. O setor de construção e transporte também apresentou características semelhantes, com a maioria das empresas com controladores que possuíam menos de 50% do capital total.

Entre as empresas do setor de consumo cíclico e não cíclico, financeiro, materiais básicos, petróleo, gás e biocombustíveis e telecomunicações a concentração maior do capital também ocorre com os controladores que possuíam menos de 50% do capital total, porém, cabe destacar que os setores de consumo não cíclico, financeiro e de materiais básicos possuíam controladores com altos níveis de concentração do capital (71% a 90%). Nos setores de tecnologia da informação e de utilidade pública havia maior concentração com os controladores que possuíam a cima de 50% do capital total.

Nota-se na Tabela 1 que em 24 empresas, os controladores possuem menos de 50% do capital total, de maneira geral, a maior concentração de capital ocorre nos controladores que possuem entre 31% e 50% do capital total.

No entanto Leal e Carvalhal-da-Silva (2007) alertam para o fato de que em muitos casos, o controlador possui maiores percentuais de ações ordinárias (direitos de voto) do que percentuais de capital total, que lhe proporcionaria maior possibilidade de expropriação da riqueza dos acionistas externos, fato que exigiria melhores práticas de governança corporativa para adquirir confiança dos investidores.

Diante desse alerta partiu-se para a etapa seguinte, que consistiu em verificar a concentração do capital votante, dos controladores, nessas empresas e os resultados estão expostos na Tabela 2.

Tabela 2. Percentual do capital votante do controlador de acordo com os segmentos da BM&FBOVESPA no ano de 2009

EMPRESAS	PERCENTUAL DO CAPITAL VOTANTE DO CONTROLADOR NAS EMPRESAS DA AMOSTRA									
	0 a 10	11 a 20	21 a 30	31 a 40	41 a 50	51 a 60	61 a 70	71 a 80	81 a 90	91 a 100
Bens Industriais	-	-	-	-	1	-	1	1	-	1
Construção e transp.	-	-	1	1	-	1	1	-	-	1
Consumo cíclico	-	-	-	-	-	1	1	-	-	-
Consumo não cíclico	-	-	1	1	-	-	1	-	-	2
Financeiro e outros	-	-	-	1	-	1	1	-	2	-
Materiais básicos	-	-	-	1	-	1	1	1	-	1
Petróleo, gás e biocom.	-	-	1	-	-	1	1	-	-	-
Tecnol. da inform.	-	1	-	-	-	1	1	-	-	1
Telecomunicações	-	1	-	-	-	-	-	-	-	2
Utilidade pública	-	-	-	-	-	-	1	-	1	-
<b>TOTAL</b>	-	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>1</b>	<b>6</b>	<b>9</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>8</b>
<b>TOTAL EM %</b>	-	<b>5</b>	<b>8</b>	<b>11</b>	<b>3</b>	<b>16</b>	<b>24</b>	<b>5</b>	<b>8</b>	<b>21</b>

Fonte: Dados da pesquisa.

É possível observar que, exceto nos setores de construção e transporte e consumo não cíclico com 2 empresas com controladores possuindo menos de 50% do capital votante, todos os demais setores, possuíam apenas uma única empresa com capital votante abaixo de 50% do total. Percebe-se também, que apenas os setores de consumo cíclico e petróleo, gás e biocombustíveis não possuíam controladores com capital votante a cima de 71%, no entanto, em ambos os setores a maioria das empresas possuíam capital votante entre 51 e 70% de posse do controlador.

Nota-se ainda, na Tabela 2, que entre as empresas analisadas, 13 delas possuíam concentração entre 71% e 100% e 15 delas entre 51% e 70%, ou seja, 28 empresas, número que equivale a 74% da amostra, possuíam capital votante superior a 50%.

Diante disso, verifica-se que a concentração de capital votante por parte do controlador é alta e bastante superior a concentração de capital total, podendo sim, resultar em ambiente de conflitos entre os acionistas controladores e os demais *stakeholders* envolvidos no ambiente organizacional conforme descrito por La Porta et al. (1999).

A seguir na Tabela 4 apresentam-se as estatísticas descritivas da proporção de investidores institucionais em relação ao total de ações da companhia no ano de 2009.

*Tabela 3. Proporção de Investidores Institucionais do ano de 2009 de acordo com os setores da BM&FBovespa*

<b>SETOR ECONÔMICO DA BM&amp;FBOVESPA</b>	<b>Nº EMPRESAS</b>	<b>MÍNIMO</b>	<b>MÁXIMO</b>	<b>MÉDIA</b>	<b>DESVIO PADRÃO</b>
Bens industriais	4	11	59	33	20
Construção e transporte	5	13	38	26	10
Consumo cíclico	2	16	22	19	4
Consumo não cíclico	5	12	62	29	20
Financeiro e outros	5	7	24	16	7
Materiais básicos	5	3	32	15	14
Petróleo, gás e biocombustíveis	3	11	43	25	16
Tecnologia da informação	4	5	24	16	9
Telecomunicações	3	11	27	22	9
Utilidade pública	2	31	38	34	5
<b>Prop. investidores institucionais</b>	<b>38</b>	<b>3</b>	<b>62</b>	<b>23</b>	<b>13</b>

Fonte: Dados da pesquisa.

Em relação à proporção de investidores institucionais no capital social das empresas da amostra, percebe-se, na Tabela 4, que o setor econômico de utilidade pública se destacou, pois apresentou a maior proporção média de investidores institucionais equivalente a 34%. A proporção mínima nesse setor foi de 31% e o máximo foi de 38%. O baixo desvio padrão (6%) demonstra a semelhança entre as empresas.

Observa-se ainda, na Tabela 2, que o setor de materiais básicos; composto por empresas de embalagens, madeira e papel, empresas de mineração, químicas, siderúrgicas e metalúrgicas; possuía a empresa com menor proporção de investidores institucionais da amostra com apenas 3% do total de ações. Os setores de tecnologia da informação e financeiro também possuíam empresas com baixa proporção de investidores institucionais, com 5% e 7% respectivamente.

O setor de consumo não cíclico; constituído por agropecuárias, empresas de alimentos processados, bebidas, comércio e distribuição, fumo, produtos de uso pessoal e limpeza, saúde; possuía a empresa com maior proporção de investidores institucionais com 62% do total de ações. Os setores de bens industriais, petróleo, gás e biocombustíveis também se destacaram com empresas que continham proporções mais elevadas de investidores institucionais.

De forma geral, têm-se uma proporção média de 23%. A empresa com menor proporção de investidores institucionais possui somente 3% de posse destes, enquanto que a maior proporção de investidores institucionais é equivalente a 62%. Cabe destacar que nenhuma empresa ultrapassou uma proporção maior que 65%, no entanto, percebe-se uma boa representatividade de investidores institucionais no capital social das empresas.

Esses investidores de acordo com Tan e Keeper (2008) podem contribuir para a melhoria das práticas de governança corporativa nas empresas que recebem seus investimentos. Na seqüência, na Tabela 4 são descritas, as estatísticas descritivas do índice de governança corporativa das empresas de cada setor econômico, elaborado de acordo com o estudo de Silveira (2004).

Tabela 4. Índices de governança corporativa do ano de 2009 de acordo com os setores da BM&FBovespa

<b>SETOR ECONÔMICO DA BM&amp;FBOVESPA</b>	<b>Nº EMPRESAS</b>	<b>MÍNIMO</b>	<b>MÁXIMO</b>	<b>MÉDIA</b>	<b>DESVIO PADRÃO</b>
Bens industriais	4	70	85	77	9
Construção e transporte	5	55	85	73	13
Consumo cíclico	2	65	75	70	7
Consumo não cíclico	5	45	85	71	16
Financeiro e outros	5	70	80	74	4
Materiais básicos	5	35	80	69	19
Petróleo, gás e biocombustíveis	3	65	85	75	10
Tecnologia da informação	4	45	75	66	14
Telecomunicações	3	65	75	72	6
Utilidade pública	2	70	80	75	7
<b>Índice de governança corporativa</b>	<b>38</b>	<b>35</b>	<b>85</b>	<b>72</b>	<b>11</b>

Fonte: Dados da pesquisa.

É possível observar na Tabela 4, que a melhor média (77%) refere-se ao setor de bens industriais. O índice mínimo desse setor foi de 70%, obtido por duas companhias, Embraer e Inepar, e o máximo foi de 85%, conquistado pelas companhias Weg, Randon Part e Marcopolo. O desvio padrão desse setor foi de 9%, demonstrando uma certa homogeneidade entre as práticas de governança corporativa das empresas nesse setor.

As empresas dos setores de petróleo, gás e biocombustíveis e de utilidade pública também se destacaram com índices médios de 75%. No setor de petróleo, gás e biocombustível, o índice mínimo foi de 65% da companhia OGX Petróleo e o máximo foi de 85%, obtido pela Petrobrás. No setor de utilidade pública, o índice mínimo foi de 70%, obtido pela companhia Neoenergia, e o máximo de 80%, conquistado pela companhia CPFL. O desvio padrão desses setores, também foi baixo, demonstrando semelhança entre as práticas de governança corporativa.

Percebe-se ainda, na Tabela 3, que o setor de materiais básicos possuía a empresa com menor índice de governança corporativa da amostra, com apenas 35% das práticas consideradas necessárias por Silveira (2004). Esse índice foi obtido pela companhia Litel, o índice máximo do setor foi de 80%, proveniente das empresas Braskem e Vale.

De forma geral, têm-se um índice médio de governança de 72%, muito distante de 100%. A empresa com menor índice alcançou somente 35% de um total de 20 itens analisados, enquanto que o máximo atingindo foi de 85%. Ressalta-se o fato de que nenhuma empresa atingiu 100% de adesão às práticas de governança corporativa analisadas.

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

Na Tabela 5, evidenciam-se os coeficientes de correlação de Pearson com o objetivo de verificar se entre as maiores empresas brasileiras listadas nos diversos setores econômicos da

BM&FBovespa, aquelas com maior participação acionária dos investidores institucionais foram as que apresentaram melhores práticas de governança corporativa.

Tabela 5. Correlação das variáveis

ÍNDICES	I. Governança Corporativa	I. Investidores Institucionais
I. Governança Corporativa	1	-
I. Investidores Institucionais	0,55**	1

\*\* Correlação estatisticamente significativa ao nível de significância de 0,01

Fonte: Dados da pesquisa.

Por meio da Tabela 4, observa-se que a variável índice de governança corporativa tem uma correlação positiva e moderada de 55% com a variável índice de investidores institucionais, e estatisticamente significativa a um nível de significância de 0,01. Portanto, os resultados sinalizam que entre as maiores empresas brasileiras listadas nos diversos setores econômicos da BM&FBovespa, aquelas com maior participação acionária dos investidores institucionais foram as que apresentaram melhores práticas de governança corporativa.

Os resultados desta pesquisa são semelhantes aos encontrados por Chung e Zhang (2009) que também encontraram relação entre participação acionária de investidores institucionais e melhoria nas práticas de governança corporativa em uma amostra de empresas americanas, e aos resultados encontrados por Aggarwal et al. (2011) que analisaram empresas de 23 países e também encontraram tal relação.

## 7. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O estudo objetivou analisar a relação entre a participação acionária dos investidores institucionais e a adoção de boas práticas de governança corporativa nas maiores empresas brasileiras listadas nos diversos setores econômicos da BM&FBovespa. Para tal, realizou-se pesquisa descritiva, conduzida por meio de análise documental, com consulta ao balanço patrimonial; notas explicativas; relatórios de administração; IANs - relatórios de informações anuais disponíveis no *site* da BM&FBovespa e *websites* das organizações. A amostra compreendeu as maiores empresas de cada setor econômico da BM&FBovespa que possuíam investidores institucionais como acionistas, totalizando 38 empresas.

Os resultados demonstraram alta concentração de capital votante por parte do controlador, pois, em 74% das empresas, estes possuíam capital votante superior a 50%, podendo sim, resultar em ambientes de conflitos entre os acionistas controladores e os demais *stakeholders* da empresa.

Em seguida foi calculado para cada empresa o índice de investidores institucionais, caracterizado pelo percentual de ações que possuíam em relação ao total de ações da companhia no ano de 2009. Percebeu-se que o setor econômico de utilidade pública se destacou, apresentando uma proporção média de investidores institucionais equivalente a 34%. De forma geral, encontrou-se uma proporção média de 23%. A empresa com menor proporção de investidores institucionais possui somente 3%, enquanto que a maior proporção de investidores institucionais é equivalente a 62% do capital total.

Na seqüência, calculou-se o índice de governança corporativa elaborado de acordo com o estudo de Silveira (2004) para avaliar as práticas de governança corporativa e observou-se que, o setor de bens industriais, se destacou com uma média de adoção de 77% de boas práticas de governança

corporativa. As empresas dos setores de petróleo, gás e biocombustíveis e de utilidade pública também se destacaram com índices médios de 75%. No geral, encontrou-se um índice médio de governança de 72%, muito distante de 100%, no entanto, comparando os resultados dessa pesquisa com os de Lopes e Walker (2008) e com os de Silveira et al. (2010), percebe-se que as empresas da amostra atual apresentaram melhores práticas de governança corporativa do que as empresas analisadas por esses dois autores até o ano de 2004.

Por fim, utilizou-se na análise estatística o coeficiente de correlação de *Pearson* e os resultados demonstraram uma relação positiva e significativa entre investidores institucionais e boas práticas de governança corporativa, sinalizando que, entre as empresas analisadas, aquelas que possuíam maior participação acionária dos investidores institucionais foram as que apresentaram melhores práticas de governança corporativa corroborando com a descrição de Tan e Keeper (2008) de que os investidores institucionais podem contribuir para a melhoria das práticas de governança corporativa nas empresas que recebem seus investimentos.

Os resultados foram semelhantes aos encontrados por Chung e Zhang (2009) em uma amostra de empresas americanas e aos de Aggarwal et al. (2011) que analisaram empresas de 23 países e também encontraram tal relação. Sendo assim, o estudo apresenta evidências de que a participação de investidores institucionais pode estar contribuindo para melhoria das práticas de governança corporativa, também no contexto Brasileiro, onde a participação de tais investidores tem se tornado representativa.

A pesquisa orientou-se no sentido de contribuir para os estudos teóricos e empíricos sobre a relação entre investidores institucionais e as práticas de governança corporativa no Brasil. Conquanto, tampouco teve como intuito por um ponto final à discussão sobre o certame, porém, pretende incentivar outras linhas de pesquisa e metodologias, que possam validar os resultados a que se chegou ou ainda permitir que um leque de diferentes análises horizonte seja revelado. O tema, a despeito da relativa importância e crescente discussão no meio acadêmico, merece destaque, haja vista a necessidade de se fortalecer o entendimento das análises e conclusões.

Assim, recomenda-se acompanhar a participação acionária dos investidores institucionais e o índice de governança corporativa dessas empresas, inclusive estudos comparativos entre os níveis de governança da BM&FBovespa ao invés de setores. Seria interessante também verificar se o nível de governança da BM&FBovespa interfere nos resultados encontrados.

## REFERÊNCIAS

- AGGARWAL, R.; EREL, I.; FERREIRA, M.; MATOS, P. (2011): Does governance travel around the world? Evidence from institutional investors. *Journal of Financial Economics*, V. 100, p. 154–181.
- AGGARWAL, R.; EREL, I.; STULZ, R.; WILLIAMSON, R. (2009): Differences in governance practices between U.S. and foreign firms: Measurement, causes, and consequences, *Review of Financial Studies*. V. 22, p. 3.131-3.169.
- AKERLOF, G. (1970): The Market for Lemons: Qualitative Uncertainty and the Market Mechanism. *Quarterly Journal of Economics*. V. 84, nº 3, p. 488-500.
- ALCHIAN, A. (1965): The basis of some recent advances in the theory of management of the firm. *Journal of Industrial Economics*, V. 14, nº 1, p. 30-44.
- ALCHIAN, A.; DEMSETZ, H. (1972): Production, information costs and economic organization. *American Economic Review*, V. 62, nº 5, p. 777-795.
- ANDRADE, A.; ROSSETTI, J.P. (2007): *Governança corporativa: Fundamentos, desenvolvimento e tendências*. 3ª ed. São Paulo: Atlas, 2007.
- BEBCHUK, L.A.; WEISBACH, M.S. (2010): The State of Corporate Governance Research. *The Review of Financial Studies*, V. 23, nº 3.



- BERLE, A.; MEANS, G. (1932): *The Modern Corporation and Private Property*. New York: MacMillan.
- BHATTACHARYA, J.; PACKALEN, M. (2012): The other ex ante moral hazard in health. *Journal of Health Economics*, V. 31, p. 135-146.
- BLACK, B.S.; CARVALHO, A.G.; GORGA, E. (2010): Corporate governance in Brazil. *Emerging Markets Review*, V. 11, nº 1, p. 21-38.
- BLACK, B.S.; JANG, H.; KIM, W. (2006): Does Corporate Governance Predict Firms' Market Values? Evidence from Korea. *The Journal of Law, Economics, & Organization*, V. 22, nº 2, p. 366-413.
- BM&FBovespa (2012): Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/home.aspx?idioma=ptbr>. Acesso em: Set. 2012.
- BRAGA-ALVES, M.V.; SHASTRI, K. (2011): Corporate Governance, Valuation, and Performance: Evidence from a Voluntary Market Reform in Brazil. *Financial Management*, V. 40, p. 139-157.
- BRAV, A.; JIANG, W.; PARTNOY, F.; THOMAS, R. (2008): Hedge fund activism, corporate governance, and firm performance. *Journal of Finance*, V. 63, p. 1.729-1.775.
- BRIS, A.; CABOLIS, C. (2008): The value of investor protection: firm evidence from cross-border mergers. *Review of Financial Studies*, V. 21, p. 605-648.
- BUSHEE, B.; CARTER, M.; GERAKOS, J. (2008): Institutional Investor Preferences for Corporate Governance Mechanisms. *Working Paper*.
- CARVALHAL-DA-SILVA, A.L. (2004): Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. *RAUSP*, São Paulo, V. 39, nº 4, p. 348-361.
- CHUNG, K.; ZHANG, H. (2009): Corporate Governance and Institutional Ownership. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, forthcoming.
- COASE, R.H. (1937): The nature of the firm. *Economica*, V. 4, nº 16, p. 386-405.
- CORREIA, L.F.; AMARAL, H.F. (2009): A eficiência do conselho de administração como mecanismo de controle dos custos de agência. In: CBC, 16., 2009, Fortaleza. *Anais...* Fortaleza: ABC.
- CVM (2012): Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <http://www.cvm.org.br>. Acesso em: Set. 2012.
- DAILY, C.M.; JOHNSON, J.L.; ELLSTRAND, A.E.; DALTON, D.R. (1996): Institutional investor activism: follow the leaders? *Social Science Research Network*.
- DENIS, D.K.; McCONNEL, J.J. (2003): International corporate governance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. V. 38, p. 1-36.
- GIFFORD, S. (1999): Limited attention and the optimal incompleteness of contracts. *Journal of Law, Economics and Organizations*, V. 15, p. 468-486.
- GILLAN, S.L.; STARKS, L.T. (2000): Corporate governance proposals and shareholder activism: The role of institutional investors. *Journal of Financial Economics*, V. 57, p. 275-305.
- GILLAN, S.L.; STARKS, L.T. (2007): The Evolution of Shareholder Activism in the United States. *Journal of Applied Corporate Finance*, V. 19, p. 55-73.
- GUEYIE, J.P.; LAI, V.S. (2003): Bank moral hazard and the introduction of official deposit insurance in Canada. *International Review of Economics and Finance*, V. 12, p. 247-273.
- HECKERMAN, D.G. (1975): Motivating Managers to Make Investment Decisions. *Journal of Financial Economics*. V. 2, nº 3, p. 273-292.
- HELLMAN, N. (2005): Can we expect institutional investors to improve corporate governance? *Scandinavia Journal of Management*, V. 21, p. 293-327.
- IBGC (2009): Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. *Código das melhores práticas de governança corporativa*. 4ª ed. São Paulo: IBGC.
- JENSEN, M.; MECKLING, W. (1976): Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, V. 3, nº 4, p. 305-360.
- KLAPPER, L.; LOVE, I. (2002): Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. *World Bank Policy Research Working Paper*. nº 2.818.

- KLEIN, W.A. (1976): *Legal and economic perspectives on the firm*. Unpublished manuscript. Los Angeles: UCLA.
- KLEIN, W.A.; ZUR, E. (2009): Entrepreneurial shareholder activism: hedge funds and other private investors. *Journal of Finance*, V. 64, p. 187-229.
- LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. (1999): Corporate ownership around the world. *Journal of Finance Economics*, V. 54, nº 2, p. 471-517.
- LEAL, R.P.C.; CARVALHAL-DA-SILVA, A.L. (2007): Corporate governance and value in Brazil (and in Chile). In: CHONG, A.; LOPES-DE-SILANES, F. (Org.). *Investor protection and corporate governance - firm level evidence across Latin America*. Palo Alto, CA: Stanford University Press, p. 213-287.
- LOPES, A.B.; WALKER, M. (2008): Firm-level incentives and the informativeness of accounting reports: an experiment in Brazil. *Working Paper*. Disponível em: <<http://papers.ssrn.com>>. Acesso em: 20 nov. 2012.
- MARTINEZ, A.L. (1998): Agency theory na pesquisa contábil. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PROGRAMAS DE PÓSGRADUAÇÃO EM CONTABILIDADE, 22, 1998, Foz do Iguaçu. *Anais...* Foz do Iguaçu: ANPAD.
- MCCAHERY, J.Z.; SAUTNER, L.; STARKS (2008): Behind the Scenes: The Corporate Governance Preferences of Institutional Investors, *Working Paper*.
- MOURA, G.D. (2011): *Conformidade do disclosure obrigatório dos ativos intangíveis e práticas de governança corporativa: Uma análise de empresas listadas na bovespa*. 132 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) - Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Regional de Blumenau, Blumenau.
- MOURA, G.D.; BEUREN, I.M. (2011): Conselho de Administração das Empresas de Governança Corporativa Listadas na BM&Fbovespa: análise à luz da entropia da informação da atuação independente. *Revista de Ciências da Administração*, V. 13, nº 29, p. 11-37.
- OKIMURA, R.T. (2003): *Estrutura de propriedade, governança corporativa, valor e desempenho das empresas no Brasil*. Dissertação (Mestrado em Administração) Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da USP, São Paulo.
- OKIMURA, R.T.; SILVEIRA, A.D.M.; ROCHA, K.C. (2007): Estrutura de propriedade e desempenho corporativo no Brasil. *Revista de Administração Contemporânea*, V. 1, nº 1, p. 119-135.
- OLIVEIRA, M.C.; RIBEIRO, M.S.; SAMPAIO, M.S.A.; CARVALHO, F.A. (2004): Os efeitos da adoção dos conceitos e das práticas de governança corporativa na transparência das informações evidenciadas por empresas brasileiras do setor de papel e celulose. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 4., 2004, São Paulo. *Anais...* São Paulo: USP.
- PIRES, J.C.L.; PICCININI, M.S. (1999): A regulação dos setores de infra-estrutura no Brasil. In: A economia brasileira nos anos 90. Rio de Janeiro: BNDES. Disponível em: [http://www.bndes.gov.br/conhecimento/livro/eco90\\_07.pdf](http://www.bndes.gov.br/conhecimento/livro/eco90_07.pdf). Acesso em: Out. 2012.
- PRADO, K.S. (2010): *A aplicabilidade das práticas de governança corporativa nas sociedades limitadas*. 183 f. Dissertação (Mestrado em Direito das Relações Sociais) – Pontifícia Universidade Católica de São Paulo - PUC, São Paulo.
- PRESTON, L.E. (1975): Corporation and society: the search for a paradigm. *Journal of Economic Literature*, V. 13, nº 2, p. 434-453.
- PUNSUVO, F.R. (2006): *Qualidade da governança corporativa e participação societária dos fundos de pensão nas empresas de capital aberto brasileiras*. Dissertação (Mestrado em Administração) Programa de Pós Graduação em Administração de Empresas da Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo.
- PUNSUVO, F.R.; KAYO, E.K.; BARROS, L.A.B.C. (2007): O ativismo dos fundos de pensão e a qualidade da governança corporativa. *Revista Contabilidade e Finanças*. V. 18, nº 45, p. 63-72.
- ROSS, S.A. (1973): The economic theory of agency: the principal problem. *The American Economic Review*, V. 63, nº 2, p. 134-139.

- ROSSI, S.; VOLPIN, P. (2004): Cross-country determinants of mergers and acquisitions. *Journal of Financial Economics*, V. 74, p. 277-304.
- ROTHSCHILD, M.; STIGLITZ, J. (1976): Equilibrium in insurance markets: An essay on the economics of imperfect information. *Quarterly Journal of Economics*, V. 90, p. 629-649.
- SAITO, R.; SILVEIRA, A. Di M. (2008): Governança corporativa: custos de agência e estrutura de propriedade. *Revista de Administração de Empresas*, São Paulo, V. 48, nº 2, p. 79-86.
- SANTOS, A.G. (2009): *Comitê de auditoria: uma análise baseada na divulgação das informações de empresas brasileiras*. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo.
- SHLEIFER, A.; VISHNY, R.W. (1997): A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, V. 52.
- SILVA, A.L (org) (2002): *Governança corporativa no Brasil e no mundo*. Rio de Janeiro: E-Papers Serviços Editoriais Ltda.
- SILVA, R.F.M.; CARMONA, C. U.M. (2010): A relação entre o risco e as práticas de governança corporativa diferenciada: Uma abordagem sob a égide da teoria dos portfólios de markowitz. In: Congresso USP de Contabilidade e Controladoria, 10, São Paulo. *Anais...* São Paulo: USP.
- SILVEIRA, A.D.M. (2002): *Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil*. Dissertação (Mestrado em Administração) Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo.
- SILVEIRA, A.D.M. (2004): *Governança corporativa e estrutura de propriedade: Determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil*. Tese (Doutorado em Administração) - Programa de Pós-Graduação em Administração, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo.
- SILVEIRA, A.D.M.; LANZANA, A.P.; BARROS, L.A.; FAMÁ, R. (2004): Efeito dos acionistas controladores no valor das companhias abertas brasileiras. *Revista de Administração da USP*, V. 39, nº 4, p. 362-372.
- SILVEIRA, A.D.M., LEAL, R.P.C.; CARVALHAL-DA-SILVA, A.L.; BARROS, L.A.B.C. (2010): Endogeneity of Brazilian corporate governance quality determinants. *Journal of Corporate Governance*, V. 10, nº 2, p. 191-202.
- SIQUEIRA, T.V. (1998): Concentração da Propriedade nas Empresas Brasileiras de Capital Aberto. *Revista do BNDES*. Rio de Janeiro, V. 5, nº 10, p. 37-62, dez.
- SIRQUEIRA, A.B. (2007): *Governança corporativa e otimização de portfólios: A relação entre risco e retorno e boas práticas de governança*. Dissertação (mestrado) – Escola de Engenharia de São Carlos, Universidade de São Paulo, São Carlos.
- SOLOMON, J. (2007): *Corporate Governance and Accountability*. 2 ed. Chichester.
- STIGLITZ, J.; WEISS, A. (1981): Credit rationing in markets with imperfect information. *American Economic Review*, V. 71, nº 3, p. 393-410.
- TAN, A.W.; KEEPER, T.B. (2008): Institutional Investors and Corporate Governance: A New Zealand Perspective. *Working Papers*, V. 65, Centre for accounting, Governance and Taxation Research, School of Accounting and Commercial Law.
- THOMPSON-FLÔRES, E.A.L. (2004): *Governança corporativa no Brasil e o papel dos investidores institucionais*. 205 p. Tese de Doutorado – Departamento de Engenharia Industrial, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.
- TSOULOUHAS, T. (1999): Do tournaments solve the two-sided moral hazard problem? *Journal of Economic Behavior & Organization*, V. 40, p. 275-294.
- VALADARES, S.M.; LEAL, R.P.C. (2000): Ownership and control structure of Brazilian companies. *Unpublished working paper*, V. 3, nº 1, p. 29-56, abr. 2000.
- VIEIRA, K.M.; VELASQUEZ, M.D.P.; LOSEKANN, V.L.; CERETTA, P.S. (2011): A Influência da governança corporativa no desempenho e na estrutura de capital das empresas listadas na Bovespa. *Revista Universo Contábil*, V. 7, nº 1, p. 49-67.
- WANG, H. (2013): Contingent payment auction mechanism in multidimensional procurement auctions. *European Journal of Operational Research*, V. 224, p. 404-413.
- WILSON, R. (1968): On the theory of syndicates. *Econometrica*, V. 36, nº 1, p. 119-132.

### **Francisca Francivânia Rodrigues Ribeiro Macêdo**



Possui graduação em Ciências Contábeis pela Universidade Estadual Vale do Acaraú (UVA) e é Especialista em Controladoria e Auditoria Contábil pela mesma Universidade. É Mestre em Controladoria e Administração pela Universidade Federal do Ceará (UFC). Atualmente é doutoranda em Contabilidade e Administração pela Fundação Universidade Regional de Blumenau (FURB). Professora efetiva da UVA. Autora de livros, artigos de periódicos e trabalhos publicados em anais de eventos científicos. Foi Coordenadora do Curso de Ciências Contábeis da UVA, ocupando, ainda os cargos de Membro do Conselho Curador e do Conselho de Ensino, Pesquisa e Extensão da mesma Instituição. Coordenou o Curso de Especialização em Controladoria e Auditoria Contábil da UVA e integrou a Comissão Interna de Licitação desta Universidade.

### **Geovanne Dias de Moura**



Possui graduação em Ciências Contábeis e especialização em Contabilidade Gerencial e Tributária pela Universidade para o Desenvolvimento do Alto Vale do Itajaí - Unidavi. Possui mestrado em Ciências Contábeis pela Universidade Regional de Blumenau - FURB. Atualmente é doutorando em Contabilidade e Administração pela FURB. Professor, contador e autor de vários artigos de periódicos e trabalhos publicados em anais de eventos científicos. Tem experiência na área de Ciências Contábeis.

### **Nelson Hein**



Possui graduação em Matemática pela Universidade Regional de Blumenau, graduação em Ciências de I Grau pela Universidade Regional de Blumenau, especialização em Ensino de Ciências / Matemática pela Universidade Regional de Blumenau, Mestrado em Engenharia de Produção pela Universidade Federal de Santa Catarina, Doutorado em Engenharia de Produção pela Universidade Federal de Santa Catarina e Pós-Doutorado pela Associação Instituto Nacional de Matemática Pura e Aplicada. É professor do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Regional de Blumenau - FURB. Tem experiência na área de Matemática, com ênfase em Matemática Aplicada.