

Governança corporativa nas médias empresas com potencial de crescimento listadas no Bovespa Mais

A governança corporativa diz respeito a como as empresas são dirigidas, monitoradas e incentivadas. É um tema de suma importância, que deve ser considerado por todas as empresas. Independentemente de seu porte, listadas em bolsa ou não, todas podem usufruir dos benefícios das boas práticas de governança corporativa. Os códigos de governança, na maioria das vezes, têm por objetivo as grandes empresas listadas; no entanto, existem iniciativas para promover a adoção das práticas de governança pelas PMEs. Existe uma escassez de trabalhos relacionados à governança corporativa nos países em desenvolvimento, principalmente em consideração as PMEs. O trabalho tem o objetivo de colaborar com o preenchimento desta lacuna, apresentando uma análise sobre as dimensões de governança de maior destaque nas médias empresas com potencial de crescimento. A pesquisa é de caráter exploratório, descritivo e quantitativo. Os dados foram obtidos através de relatórios financeiros e sites de dez empresas de porte médio listadas em bolsa. Os resultados sugerem que as dimensões Direitos dos Acionistas e Conselho de Administração apresentam maiores scores, seguidos de ética e conflitos de interesses e transparência. O trabalho poderá colaborar com novas pesquisas em relação a governança nas médias empresas com potencial de crescimento, principalmente as que pretendem acessar o mercado de capitais, como forma de obtenção de recursos e por fim apresenta sugestões para estudos futuros.

Palavras-chave: Dimensões de governança; Mercado de capitais; Médias empresas.

Corporate governance in medium-sized companies with growth potential listed on Bovespa More

Corporate governance is about how companies are run, monitored and encouraged. It is a very important topic that should be considered by all companies. Regardless of their size, listed or not, they can all enjoy the benefits of good corporate governance practices. Governance codes most often target large listed companies; However, there are initiatives to promote the adoption of governance practices by SMEs. There is a shortage of work related to corporate governance in developing countries, especially in consideration of SMEs. The work aims to collaborate in filling this gap, presenting an analysis of the most prominent governance dimensions of medium-sized companies with growth potential. The research is exploratory, descriptive and quantitative. Data were obtained through financial reports and websites of ten listed medium-sized companies. The results suggest that the rights dimensions of shareholders and board of directors present higher scores, followed by ethics and conflicts of interest and transparency. The work may collaborate with new research in relation to governance in medium-sized companies with growth potential, especially those that intend to access the capital market, as a way to obtain resources and finally present suggestions for future studies.

Keywords: Dimensions of governance; Capital market; Medium companies.

Topic: **Finanças Empresariais**

Received: **02/01/2019**

Approved: **01/03/2019**

Reviewed anonymously in the process of blind peer.

Leandro Rodrigues 

Universidade de São Paulo, Brasil

<http://lattes.cnpq.br/6212929072448570>

<http://orcid.org/0000-0001-7042-1896>

leandrorodrigues.peccege@gmail.com



DOI: 10.6008/CBPC2179-684X.2019.001.0001

Referencing this:

RODRIGUES, L.. Governança corporativa nas médias empresas com potencial de crescimento listadas no Bovespa Mais. **Revista Brasileira de Administração Científica**, v.10, n.1, p.1-13, 2019. DOI: <http://doi.org/10.6008/CBPC2179-684X.2019.001.0001>

INTRODUÇÃO

Da mesma maneira que nos países desenvolvidos, os países em desenvolvimento têm adotado as boas práticas de governança corporativa, devido à sua importância e ao seu impacto positivo sobre o desenvolvimento sustentável das empresas (ABOR et al., 2007). Embora os códigos de governança tenham sido elaborados, em sua maioria, com a finalidade de apresentar boas práticas de governança para as grandes empresas listadas em bolsa, as pequenas e médias empresas também podem usufruir dos mesmos benefícios de sua implementação que as empresas maiores (MAHZAN et al., 2014; ABOR et al., 2007).

As boas práticas de governança corporativa devem ser adotadas, essencialmente, pelas empresas com perspectivas de crescimento (ABOR et al., 2007) e que têm por objetivo utilizar o mercado de capitais como forma de captação de recursos para seus projetos, sendo a implementação de boas práticas de governança corporativa de suma importância para a redução do custo do capital (MAHZAN et al., 2014; ABOR et al., 2007; ABOR et al., 2007), geração de valor da empresa, além de colaborar no sentido de atrair novos investidores (HKIoD, 2014; ABOR et al., 2007; CLARKE et al., 2010).

Apesar da importância do tema, existe ainda uma escassez de estudos relacionados à governança nos países em desenvolvimento, principalmente em relação às pequenas e médias empresas (ABOR et al., 2007). Neste sentido, emerge a necessidade de pesquisas que possam colaborar com o preenchimento dessa lacuna e fomentar novos estudos que levem em consideração esse grupo de empresas dentro do contexto da governança corporativa, com destaque para as pequenas e médias empresas com potencial de crescimento e que pretendem acessar o mercado de capitais.

Este trabalho tem, portanto, o objetivo de responder o seguinte questionamento: Quais as dimensões de Governança Corporativa que mais se destacam nas médias empresas com potencial de crescimento listadas no Bovespa Mais? Entendem-se como dimensões de governança corporativa: os direitos dos acionistas, o conselho de administração, ética e conflitos de interesses e, transparência (LEAL et al., 2005).

Para essa finalidade, foi elaborado um *score* para cada uma das dimensões de governança, a partir de um questionário, conforme utilizado Leal et al. (2015), constituído de 20 perguntas, cujas respostas foram obtidas através dos relatórios e informações disponíveis no *site* da B3 (2018) e no *site* das empresas. Para a realização da pesquisa, foi utilizada uma amostra de dez empresas listadas no Bovespa Mais, de porte médio, conforme o critério utilizado pelo BNDES de Receita Operacional Bruta Anual, para este fim foi considerada as Demonstrações Financeiras do ano de 2017.

Esse trabalho está dividido em cinco partes: a revisão teórica, onde foi apresentado primeiramente os conceitos de governança e sua importância, a governança corporativa nas pequenas e médias empresas, as dimensões de governança e considerações sobre o Bovespa Mais e Bovespa Mais 2. Após a revisão teórica é apresentada a metodologia do trabalho seguido dos resultados, das discussões e, por fim, as considerações finais.

REVISÃO TEÓRICA

Governança corporativa: conceitos e importância

De acordo com o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), a Governança Corporativa pode ser definida como o “sistema pelo qual as empresas e demais organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo relacionamento entre sócios, conselho administrativo, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e, demais partes interessadas” (IBGC, 2015).

Além desse conceito apresentado pelo IBGC, a Governança Corporativa tem por finalidade “criar, nas empresas, um ambiente onde as pessoas procurem voluntariamente cumprir as regras e tomar decisões no melhor interesse comum de longo prazo da organização” (SILVEIRA, 2015). É importante destacar essa adoção voluntária das práticas de governança, pois de acordo com HKIoD (2014), a boa governança se torna melhor quando é adotada de maneira voluntária pelas organizações. Para a HKIoD (2014), não existe um modelo único de governança, pois as empresas variam muito em relação ao seu tamanho, estrutura de propriedade, tradição, complexidade e personalidades envolvidas, e por esses motivos, os princípios de governança têm que se adaptar as mais diversas circunstâncias.

A Governança Corporativa também diz respeito à maneira pela qual as companhias estão sendo lideradas, dirigidas e supervisionadas. Ela envolve o planejamento para o futuro, de modo que o valor da empresa seja preservado no longo prazo, bem como a manutenção de uma boa imagem perante o mercado, conforme ACEVO (2011).

As boas práticas de governança corporativa colaboram com a geração de valor da empresa, com o aumento da riqueza dos acionistas e com a melhoria na performance da gestão das organizações, atraindo mais investimentos e, conseqüentemente, contribuindo para a geração de empregos (HKIoD, 2014; ABOR et al., 2007; CLARKE et al., 2010). Além desses benefícios, as boas práticas de governança são capazes de impactar, positivamente, as ideias inovadoras nas empresas (ABOR et al., 2007) e influenciar nas suas decisões estratégicas, como por exemplo, nas decisões financeiras (DASILAS et al., 2015; ACEVO, 2011).

De acordo com uma pesquisa realizada na Holanda, a maioria dos CEOs, ao opinarem a respeito da implementação das boas práticas de governança corporativa em suas empresas, mencionaram que o mais importante valor da governança está em, realmente, gerar valor para os acionistas e outras partes interessadas (GILS, 2005). Portanto, a governança deixa claro que as empresas estão sendo bem administradas, pois dão a garantia que as empresas estão fazendo um bom aproveitamento das oportunidades e estão utilizando os seus recursos na melhor maneira possível (ACEVO, 2011).

De acordo com a HKIoD (2014), existe uma relação entre a Governança Corporativa, investimentos e crescimento econômico. Michellman (2009) argumenta que a falha na governança ou em seus componentes pode levar a duas situações que são observadas na América Latina: a redução na geração e distribuição da riqueza nacional. Apesar dos códigos de governança corporativa trazerem práticas que são, de uma maneira geral, para as grandes empresas listadas, as empresas menores também podem usufruir dos benefícios da

adoção das boas práticas de governança corporativa (MAHZAN et al., 2014; ABOR et al., 2007) a partir do entendimento do que a governança representa para elas (ACCA, 2015).

A governança corporativa nas pequenas e médias empresas

A adoção de boas práticas de governança corporativa pelas pequenas e médias empresas tem sido um desafio, considerando que os códigos têm apresentado práticas de boa governança focando, principalmente, as grandes empresas listadas em bolsa de valores (HKIoD, 2014; ACCA, 2015; JASWADI et al., 2015).

De acordo com a ACCA (2015), as práticas de governança nas pequenas empresas têm a função principal de colaborar com a melhoria da eficiência e performance no negócio e menos a preocupação de monitorar as ações do administrador, haja vista que na maioria dessas empresas a função de gestor é ocupada pelo proprietário da empresa.

Muitos gestores de pequenas e médias empresas ainda têm uma visão limitada a respeito da governança corporativa, ligando a governança principalmente ao relacionamento entre empresa e funcionários ou empresa e clientes (GILS, 2005; MAHZAN et al., 2014). Muitos consideram que a governança não trará grandes mudanças para suas empresas (CLARKE et al., 2010).

Geralmente, os gestores das pequenas e médias empresas estão mais preocupados com a gestão diária de seus negócios, ou seja, aqueles problemas e desafios que vão surgindo no decorrer de suas atividades administrativas que asseguram somente a sobrevivência de suas empresas. Sendo assim, eles não se envolvem com os assuntos estratégicos, por exemplo, a conformidade com as práticas de governança corporativa (PARSA et al., 2007).

Um dos maiores obstáculos relatado por esse grupo de empresas para adoção das práticas de governança são os custos envolvidos na sua implementação (MAHZAN et al., 2014; ABOR et al., 2007). No entanto, para Clark et al. (2010), os maiores custos apresentados pelos gestores não estão relacionados à implementação da governança, mas sim aos salários dos funcionários para o funcionamento da governança corporativa.

É essencial que se entenda que a adoção de práticas de boa governança terá um impacto considerável sobre a eficiência do uso de seus ativos, e ainda a empresa será capaz de corresponder aos objetivos do sócios (MAHZAN et al., 2014) e melhorar a performance de sua gestão (MAHZAN et al., 2014; HKIoD, 2014; UMRANI et al., 2016), ou seja, os gestores que antes administravam de acordo com sua maneira, agora possuem maior profissionalismo e uma melhor estrutura para tomada de decisões (CLARKE et al., 2010).

É importante considerar a realidade das pequenas e médias empresas que, em grande parte, é gerida por única pessoa, que também é o proprietário. Nessas empresas, geralmente, não existe a separação entre gestão e propriedade, não havendo necessidade de que os gestores tenham a responsabilidade de prestar contas ao mercado. Neste sentido, justifica-se que as práticas de governança não seriam necessárias para

essas empresas (MAHZAN et al., 2014; ABOR et al., 2007; DASILAS et al., 2015; ABOR et al., 2007), a não ser que sejam empresas listadas em bolsa (MAHZAN et al., 2014).

No caso das empresas listadas, foi observado que o controle está nas mãos de um ou mais acionistas controladores, que são representados nos conselhos de administração, demonstrando, dessa maneira, que não existe, nessas empresas, a independência de seus diretores (CLARKE et al., 2010; ABOR et al., 2007; HKIoD, 2014; UMRANI et al., 2016). Esse comportamento deve-se pelo fato de que, no primeiro momento em que as empresas abrem o capital, o conselho é formado por fundadores ou por *venture capitals* que não querem perder o controle da empresa (CLARKE et al., 2010; ABOR et al., 2007).

Clarke et al. (2010) observou que as pequenas e médias empresas pesquisadas não possuem comitês, devido ao tamanho do conselho ser muito pequeno, não havendo necessidade desses comitês ou ainda, algumas empresas adotaram os comitês por pressões pela conformidade com os regulamentos. Outro aspecto importante da boa governança para as pequenas empresas é que a sua implementação poderá facilitar a captação de recursos através de investidores ou bancos a um baixo custo e ainda, facilitar o acesso dessas empresas, futuramente, ao mercado de capitais (MAHZAN et al., 2014; ABOR et al., 2007; ABOR et al., 2007), bem como facilitar a transição de pequena empresa para grande (ABOR et al., 2007) e colaborar com o aumento dos investimentos em pesquisa e desenvolvimento (ZHANG et al., 2014).

Uma característica da pequena e média empresa é que, geralmente, elas apresentam uma estrutura de governança mais simples, ou seja, esse grupo de empresas não precisa de um modelo de governança corporativa como aqueles praticados pelas grandes empresas listadas em bolsa. Argumenta-se, portanto que um modelo customizado, mais flexível, dinâmico e simplificado poderia trazer maiores benefícios para as pequenas e médias empresas. (MAHZAN et al., 2014; HKIoD, 2014; UMRANI et al., 2016).

Neste sentido, merece destaque o código com princípios de governança para as pequenas e médias empresas, desenvolvido em Dubai, com a finalidade de apresentar um modelo que tenha aplicabilidades em todas as PMEs, independente do seu estágio de crescimento. De acordo com Abor et al. (2007), esses benefícios das práticas de boa governança corporativa podem ser atraentes para aquelas empresas que têm uma perspectiva de crescimento e orientadas para a sua expansão. Importante destacar, também, que essas empresas que pretendem crescer e, eventualmente, acessar o mercado de capitais, são aquelas que mais se esforçam por manter a conformidade com as normas de governança, conforme Parsa et al. (2007).

Para Abor et al. (2007), a adoção de práticas de governança corporativa pode colaborar com o setor, no sentido de melhoria nas práticas administrativas, maior fortalecimento da auditoria interna, maiores oportunidades de crescimento e uma nova visão estratégica através dos executivos não diretores, tendo sempre em vista que a implementação dessas práticas de boa governança é um processo gradual.

Dimensões da governança corporativa

Para uma melhor compreensão das práticas de governança nas empresas com potencial de crescimento, foram consideradas quatro dimensões, conforme Leal et al. (2005): transparência, conselho de administração, ética e conflito de interesses e o direito dos acionistas. De acordo com o IBGC (2015), a

transparência “consiste no desejo de disponibilizar para as partes interessadas as informações que sejam de seu interesse e não apenas aquelas impostas por disposições de leis ou regulamentos” referentes não somente aos resultados financeiros, bem como aquelas que dizem respeito a ações gerenciais que possam gerar valor para a organização.

É a partir da disponibilidade de informações e práticas contábeis apropriadas que os investidores são capazes de terem certa confiança em investir nas empresas, pois diminuem a assimetria de informações e, conseqüentemente, diminuindo o risco (ABOR et al., 2007; ABOR et al., 2007).

Considerando a dimensão transparência nas pequenas e médias empresas, há de se destacar que seus administradores e proprietários não têm dado muita atenção, no sentido de divulgar informações para o público (*disclosure*) (JASWADI et al., 2015), talvez pelo fato de a maioria dessas empresas possuírem um único proprietário ou por não dependerem de recursos externos (ABOR et al., 2007).

De acordo com Leal et al. (2005), as empresas brasileiras apresentam um *score* maior em transparência, sendo que os maiores *scores* foram observados nas grandes empresas. Esses resultados foram obtidos a partir do cálculo de um índice para cada dimensão de governança corporativa, sendo a dimensão transparência a que exerce maior impacto sobre a geração de valor das empresas. Torchia et al. (2016) destaca, a partir dos resultados de suas pesquisas, que o nível de transparência e divulgação das informações de maneira voluntária está relacionado com a presença de membros externos no conselho administrativo e quando esses conselhos são menores.

Parsa et al. (2009) não encontrou resultados que comprovem a relação entre o tamanho do conselho e *disclosure* nas pequenas e médias empresas, mas outros resultados suportam a hipótese da relação entre a independência do conselho e o nível de divulgação de informações. Para Torchia et al. (2016), o nível de transparência e *disclosure* tem uma correlação negativa com a concentração de propriedade, ou seja, naqueles mercados que apresentam propriedade dispersa os níveis de transparência e *disclosure* é maior. Parsa et al. (2009) não encontrou resultados que confirmassem a relação entre *disclosure* e propriedade dispersa. No entanto, Michelman (2009) argumenta que a falta de transparência aumenta o risco de perda de valor dos ativos da empresa.

Conforme a Revista Exame (2017), as pequenas e médias empresas em crescimento têm investido em diferentes práticas de governança a fim de lidar com pressões do mercado e órgãos reguladores por mais transparência nos negócios, mas, poucas dessas empresas têm trabalhado no intuito de criar canais de informações para investidores.

O conselho de administração pode formalizar o processo decisório, facilitar o pensamento estratégico e dar suporte e diretrizes para a administração. As pequenas e médias empresas poderiam considerar a criação de um conselho com a função de aconselhamento sem nenhum poder formalizado para tomar decisões, mas que possa oferecer sua *expertise* e *network* como guia e suporte para o negócio, podendo-se optar por membros internos ou externos. No entanto, os membros externos poderiam trazer grandes benefícios para essas organizações (ABOR et al., 2007; TORCHIA et al., 2017; HEUVEL et al., 2006; ZHANG et al., 2014; UMRANI et al., 2016).

Ainda para Gils (2005), os membros do conselho podem realmente prover as pequenas e médias empresas com os conhecimentos técnicos necessários que podem compensar as deficiências administrativas desse grupo de empresas, e impactar positivamente na lucratividade (ABOR et al., 2007). Entretanto, é de suma importância que os membros do conselho compreendam a importância da governança corporativa e os seus impactos sobre a empresa, destaca Mahzan et al. (2014).

A composição do conselho de administração pode ser dualista, como aquele encontrado na Holanda, embora as empresas não sejam obrigadas a adotarem esse modelo. Este modelo separa a pessoa do diretor executivo responsável pela gestão da empresa (administração) do diretor supervisor, responsável por monitorar as tarefas (monitoramento), de acordo com Gils (2005).

Ainda a respeito da composição do conselho, Abor et al. (2007) destaca que as pequenas empresas, onde o CEO da empresa era também membro do conselho, apresentaram uma performance melhor, diferente daquelas onde essas funções eram ocupadas por pessoas diferentes. Sugere-se, portanto, que os acionistas, que também são proprietários da empresa, possuem os conhecimentos e comprometimento necessários para uma boa gestão de seus negócios, da mesma maneira que as empresas geridas por famílias.

O papel de monitoramento do conselho nas pequenas e médias empresas é menos importante, devido à presença dos acionistas na administração dessas organizações. Nesse caso, teria a função de controle e suporte, sendo que a função de suporte tem como papel ser uma fonte de consulta e aconselhamento, bem como um link com recursos externos através de conexões e network (CLARKE et al., 2010). Nos resultados empíricos encontrados por Heuvers et al. (2006), o conselho de administração nessas empresas tem a função de controle e serviço, sendo que a função de controle é percebida como a menos importante, talvez devido ao fato da concentração de propriedade.

Para a ACEVO (2011), o conselho de administração tem três funções: fazer o trabalho, administrar o trabalho e dirigir o trabalho. Quando as organizações são menores em seu início, o conselho tem a função de realizar o trabalho, mas com o crescimento das organizações e a contratação de *staffs*, o conselho toma mais a função de administrar e dirigir o trabalho.

Com a finalidade de conhecer a opinião dos gestores das pequenas e médias empresas da Indonésia sobre a governança corporativa, quando se perguntou a respeito do conselho de administrativo, a maioria dos respondentes foi a favor da sua criação, mas importante destacar que a presença de conselheiros independentes recebeu o menor *score* (JASWADI et al., 2015). Através desse resultado, pode ser entendido que nas pequenas e médias empresas os problemas de agência não devem ser tão significantes como nas empresas maiores (ABOR et al., 2007; JASWADI et al., 2015; DASILAS et al., 2015). Considerando a presença de conselheiros externos, Clarke et al. (2010) enfatiza que existem dúvidas por parte dos gestores se a habilidade e experiência desses membros externos são realmente necessárias para as pequenas e médias empresas.

Devido à estrutura de propriedade altamente concentrada das pequenas em médias empresas (DASILAS et al., 2015), elas apresentam poucos conflitos de interesses (DASILAS et al., 2015; ABOR et al., 2007), sendo de suma importância que se destaque a presença da ética na gestão dos negócios (HKIoD, 2014).

Essa concentração de propriedade é uma característica desse grupo de empresas encontrada em muitos países, como por exemplo: Austrália, onde o mercado é caracterizado por propriedade dispersa (CLARKE et al., 2010); Grécia (DASILAS et al., 2015); Itália (TORCHIA et al., 2016); Bélgica (HELVEL et al., 2006); China (ZHANG et al., 2014); e Malásia (UMRANI et al., 2016). Conforme Abor et al. (2007), essas empresas têm menos separação entre propriedade e controle, possuem poucos proprietários ou os membros da família são os donos.

No entanto, a alta concentração de propriedade não favorece uma gestão eficiente dessas empresas, pois havendo menos monitoramento por parte de outros *stakeholders* os gestores poderão tomar decisões tendo em vista os seus próprios interesses, diferente das empresas com propriedade dispersa, que tendem a criar medidas para um maior controle interno e relatórios frequentes diminuindo. Dessa maneira, o custo de agência e melhorando a performance da empresa (ABOR et al., 2007). Para Clarke et al. (2010), os princípios de governança foram criados com a finalidade de proteger os direitos dos acionistas de qualquer comportamento dos administradores no sentido de tomar decisões que favoreçam a si próprios ou outros acionistas majoritários representados no conselho de administração.

A expropriação dos direitos dos acionistas minoritários ocorre quando os acionistas majoritários utilizam dos lucros das empresas para seu próprio proveito, ao invés de retorná-lo também para os acionistas minoritários, ou seja, os acionistas controladores podem tirar benefícios particulares à custa dos acionistas minoritários. Em um mercado com propriedade concentrada, existe uma grande chance de expropriação dos direitos dos acionistas nessas empresas (UMRANI et al., 2016). De acordo com Jaswadi et al. (2015), a partir das respostas obtidas em suas pesquisas, demonstram que a maioria dos respondentes concordam que seria importante um modelo formal de mecanismos que regulem os direitos e obrigações dos acionistas e principais órgãos.

Bovespa Mais e Bovespa Mais Nível 2

De acordo com a B3 (2018), o Bovespa Mais e Bovespa Mais Nível 2 são segmentos especiais, com a finalidade de tornar o mercado de capitais acessível a um número maior de empresas e que sejam atrativas aos investidores que procuram investimentos de médio e longo prazo. Tem por objetivo, também, colaborar com o crescimento das pequenas e médias empresas via mercado de capitais.

As empresas listadas nesses segmentos são aquelas que pretendem ingressar no mercado de forma gradativa adotando padrões elevados de governança corporativa. Em um primeiro momento, as empresas podem realizar uma distribuição concentrada para poucos investidores que tenha um conhecimento maior sobre o setor que as empresas atuam, destaca a B3 (2018).

A diferença entre o Bovespa Mais e o Bovespa Mais Nível 2 é que as empresas listadas no primeiro segmento podem emitir somente ações ordinárias enquanto que o segundo segmento permite a emissão de ações preferenciais. O Bovespa Mais conta com dezesseis listadas, e Bovespa Mais nível 2 possui somente uma empresa listada (B3, 2018). De acordo com B3 (2018), esses segmentos possuem os mesmos princípios

de boa governança exigidos para as empresas listadas no Novo Mercado, onde as empresas são obrigadas a adotar padrões elevados de governança corporativa.

METODOLOGIA

A pesquisa é classificada, quanto aos objetivos, como exploratória e descritiva, pois tem finalidade de conhecer e descrever as características de um determinado fenômeno, e quanto ao método, como quantitativa (RICHARDSON, 1999). O universo utilizado para a realização do trabalho foram as empresas listadas no Bovespa Mais, das quais foi separada uma amostra de dez empresas adequadas para a pesquisa.

Para classificação das empresas, foi utilizado o critério de Receita Operacional Bruta, de acordo com o BNDES (2018). Portanto, dentre as 16 empresas listadas no Bovespa Mais, dez foram classificadas como médias empresas por apresentarem, no ano de 2017, faturamento bruto anual menor que R\$300mi conforme Demonstrações Financeiras disponíveis no *site* da B3 (2018). Optou-se por utilizar as empresas listadas no Bovespa Mais, devido às características das empresas listadas. Conforme informações da B3 (2018), esse segmento tem como objetivo as empresas com perspectiva de crescimento e que se comprometem com os critérios de boa governança.

Os dados obtidos através dos Formulários de Referência (FR), editais de convocação das assembleias, códigos de ética e de conduta, acordo de sócios disponíveis na página eletrônica da B3 e das empresas pesquisadas foram utilizados para responder um questionário composto de vinte perguntas conforme o trabalho de Leal et al. (2015), composto por quatro dimensões de Governança Corporativa: transparência, conselho de administração, ética e conflito de interesses e, direitos dos acionistas.

Para cada uma das perguntas foi utilizado o critério de pontos: 1 (atende totalmente) e 0 (não atende), e para algumas perguntas foi considerado 0,50, se as informações atendem parcialmente os critérios de boa governança, de acordo com Leal et al. (2015). De posse das devidas pontuações para cada pergunta, foi elaborado um índice para cada dimensão de governança dentro de uma escala de 0 a 10, a partir da média dos pontos obtidos em cada questão, conforme metodologia utilizada pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa - IBGC (2014). O método estatístico utilizado para a organização e análise dos dados é a estatística descritiva que de acordo com Cooper et al. (2016) tem por finalidade "caracterizar o centro, a dispersão e a forma das distribuições e são úteis como ferramentas preliminares para a descrição de dados".

RESULTADOS

De acordo com os dados apresentados na tabela 1, as empresas listadas no Bovespa Mais apresentam maior *score* médio, nas dimensões Conselho de Administração e direitos dos acionistas, com 8 pontos respectivamente, seguidos da dimensão ética e conflito de interesses e a dimensão transparência, com 5 pontos. Os dados também demonstram que a dimensão transparência apresenta uma considerável variação nos *scores*, com um desvio padrão de 1,24 e um coeficiente de variação de 24,87%.

Embora as dimensões Conselho de Administração e Direitos dos Acionistas apresentem a mesma pontuação, é importante observar que o maior desvio padrão corresponde justamente ao Conselho de

Administração (2,67) com um coeficiente de variação de 33,44% demonstrando que esta dimensão apresenta a maior variabilidade de dados entre as empresas pesquisadas. A dimensão Direitos dos Acionistas (desvio padrão 0,97) apresenta maior homogeneidade dos dados, conforme demonstra o coeficiente de variação de 12,08%, bem como a dimensão ética e conflito de interesses. Em consideração ao *score* total médio do segmento, os resultados sugerem uma pontuação de 6,5, conforme apresentado na tabela 2.

Tabela 1: Índices das dimensões de governança das empresas listadas no Bovespa Mais.

	Transparência	Conselho de Administração	Ética e conflito de interesses	Direito dos Acionistas
Empresa 1	5,83	8,00	5,00	10,00
Empresa 2	3,33	10,00	5,00	10,00
Empresa 3	5,83	6,00	5,00	8,00
Empresa 4	5,83	10,00	5,00	10,00
Empresa 5	5,83	8,00	5,00	8,00
Empresa 6	4,17	8,00	5,00	8,00
Empresa 7	2,50	10,00	5,00	8,00
Empresa 8	4,17	4,00	5,00	8,00
Empresa 9	5,83	8,00	5,00	8,00
Empresa 10	4,17	2,00	5,00	8,00
<i>Média</i>	<i>5,00</i>	<i>8,00</i>	<i>5,00</i>	<i>8,00</i>
<i>desvio padrão</i>	<i>1,24</i>	<i>2,67</i>	<i>0,00</i>	<i>0,97</i>
<i>coef. variação</i>	<i>24,87%</i>	<i>33,44%</i>	<i>0,00%</i>	<i>12,08%</i>

Tabela 2: *Score* médio total do Bovespa Mais.

Dimensões	Scores
Direito dos acionistas	8,00
Conselho de Administração	8,00
Ética e conflito de interesses	5,00
Transparência	5,00
Score Total	6,50

DISCUSSÃO

Os resultados apontam que existe um forte comprometimento dessas empresas com as práticas de governança, quanto ao direito dos acionistas e o Conselho de Administração, corroborando Leal et al. (2015). Esse comprometimento observa, principalmente, a dimensão Direito dos Acionistas, talvez impulsionado pela grande concentração de propriedade existente nessas empresas, onde a maioria das ações ainda está nas mãos do acionista controlador, conforme informações dos Relatórios de Referência disponibilizados no site da B3 (2018).

Nas empresas listadas no Bovespa Mais, o Conselho de Administração é uma dimensão que merece destaque. Essas empresas se comprometem com as boas de práticas de governança nessa dimensão, diferente do segmento principal, conforme evidenciam Leal et al. (2015). No entanto, os resultados apontam que ainda é necessário um certo aperfeiçoamento por parte da maioria das empresas quanto à adoção de boas práticas em relação a esta dimensão.

É forte também a presença das famílias na propriedade e na administração dessas organizações, havendo pouca separação entre propriedade e controle, conforme também evidenciou Abor et al. (2007). Este comprometimento com a regulamentação é realmente necessário, pois a alta concentração de propriedade existente nesse grupo de empresas pode levar a uma expropriação dos direitos dos acionistas minoritários, sendo este fato observado por Umrani et al. (2016).

As dimensões Ética e Conflito de Interesses e Transparência receberam os menores *scores*, provavelmente pelo fraco comprometimento com as práticas de governança corporativa propostas pelo IBGC (2015) ou pela deficiência existente nessas empresas quanto à divulgação de informações talvez pela falta de obrigatoriedade de certos relatórios. Essas deficiências quanto ao *disclosure* vão ao encontro dos trabalhos de Jaswadi et al. (2015), Abor et al. (2007) e Exame (2017), apresentados no referencial teórico.

Apesar de receberem as mesmas pontuações médias, os resultados apontam que a dimensão transparência precisa receber mais atenção por parte dos gestores, principalmente pelo fato de que o comprometimento com a adequada divulgação de informações ser um fator importante para a tomada de decisões dos investidores além de que a transparência pode impactar positivamente sobre a geração de valor das empresas, conforme destaca Leal et al. (2005).

Outro fator a ser observado é que a alta concentração de propriedade favorece a baixa ocorrência de conflitos de interesses, corroborando Dasilas et al. (2015). Nesse primeiro momento em que a maioria dessas empresas está iniciando um caminho no mercado de capitais através desse segmento, não seriam necessários fortes mecanismos de governança para lidar com conflitos de interesse.

Os resultados apontam que o *score* médio total do segmento é semelhante ao encontrado pelo IBGC (2014) com uma pontuação total média de 6,3, e Leal et al. (2015), no qual o Bovespa Mais obteve um *score* de 6,1. Portanto, os resultados sugerem pouca evolução nas práticas de boa governança corporativa pelas médias empresas em crescimento listadas no Bovespa Mais.

Apesar da pouca evolução no índice de governança corporativa, o Bovespa Mais apresenta um índice maior que o índice médio total, considerando todos os segmentos, de acordo com Leal et al. (2015). Ao comparar com o índice do Novo Mercado que foi de 7,7, ainda conforme Leal et al. (2015), percebe-se que as médias empresas listadas no Bovespa Mais precisam evoluir em suas práticas de boa governança, sendo esse um fator importante para as empresas com potencial de crescimento e que buscam o mercado de capitais como fonte de recursos para seus projetos de longo prazo, conforme também argumenta Abor et al. (2007).

CONCLUSÕES

O objetivo desse trabalho foi analisar as dimensões de governança corporativa que mais se destacam nas médias empresas em crescimento listadas no Bovespa Mais. Observou-se que os maiores *scores* foram obtidos pelas dimensões Direitos dos Acionistas e Conselho de Administração, seguidos de Ética e Conflitos de Interesses e Transparência.

Sendo o Bovespa Mais o segmento voltado para as empresas com perspectivas de crescimento (B3, 2018), há de se esperar que essas empresas se esforcem por manter a conformidade com as boas práticas de governança corporativa, aperfeiçoando essas dimensões. Esta tendência vem ao encontro de Parsa et al. (2007), que argumentou a respeito do esforço com a governança pelas empresas que pretendem crescer via mercado de capitais.

Através dos dados obtidos pelos Formulários de Referência dessas empresas, observou-se que essas empresas listadas possui alta concentração de propriedade, e que a maioria dessas empresas apresenta uma forte influência da família na administração e na composição do conselho de administração, ou seja, praticamente não existe separação entre propriedade e gestão, conseqüentemente baixos conflitos de agência. Devido a essa alta concentração de propriedade, é importante uma regulamentação adequada que vise a proteção dos interesses dos outros acionistas.

A pesquisa demonstrou que os proprietários ou administradores desse grupo de empresas não estão preocupados em divulgar informações além daquelas que são exigidas pelos órgãos reguladores, sendo necessário, por parte das médias empresas em crescimento, um aperfeiçoamento na divulgação de informações, sendo essa dimensão de suma importância para os investidores (ABOR et al., 2007; ABOR et al., 2007). O estudo realizado somente com as empresas de capital aberto é uma limitação desta pesquisa. Outros estudos seriam necessários para um melhor conhecimento da adoção das boas práticas de governança corporativa pelas empresas com potencial de crescimento de capital fechado.

Este trabalho também colabora no sentido de fomentar pesquisas futuras, a respeito da implementação das práticas de governança, principalmente pelas pequenas e médias empresas com potencial de crescimento, a fim de investigar se as mesmas práticas de governança aplicadas pelas grandes empresas seriam realmente aplicáveis nas empresas menores ou como poderiam ser adaptadas para as pequenas e médias empresas brasileiras.

Outro aspecto, é a presença dos investidores institucionais como acionistas nas pequenas e médias empresas com potencial de crescimento. Sugerem-se novos estudos que possam verificar a influência destes investidores nessas empresas, quanto a adoção das boas práticas de governança e, conseqüentemente, o quanto a implementação dessas práticas poderiam colaborar com o desenvolvimento do Bovespa Mais.

REFERÊNCIAS

ABOR, J. Y.; ADJASI, C. K. D.. Corporate Governance and the small and medium enterprises sector: theory and implications. **Corporate Governance: The International Journal of Business in Society**, v.7, n.2, p.111-122, 2007.

ABOR, J.; BIEKPE, N.. Corporate governance, ownership structure and performance of SMEs in Ghana: implications for financing opportunities. **Corporate Governance: The international journal of business in society**, v.7, n.3, p.28-300, 2007.

ACCA. The Association of Chartered Certified Accountants. **Governance for all: the implementation challenge for SMEs**. United Kingdom: ACCA, 2015.

ACEVO. Association of Chief Executives of Voluntary Organisations. **Good Governance: a code for the voluntary and community sector**. 2 ed. Londres: ACEVO, 2011.

B3. **Segmentos de listagem**. São Paulo: B3, 2018.

BNDES. Banco Nacional do Desenvolvimento. **Quem pode ser cliente**. Brasília: BNDES, 2018.

CLARKE, T.; KLETTNER, A.. Governance Issues for SMEs. **Journal of Business Systems**, v.4, n.4, p.23-40, 2010.

COOPER, D. R.; SCHINDLER, P. S.. **Métodos de pesquisa em administração**. 12 ed. Porto Alegre: AMGH, 2016.

DASILAS, A.; PAPASYRIOPOULOS, N.. Corporate Governance, credit ratings and the capital structure of Greek SME and large listed firms. **Small Business Economics**, v.45, n.1, p.215-244, 2015.

EXAME. Revista Exame. **As PMEs que mais crescem no Brasil**. São Paulo: Exame, 2017.

GILS, A.. Management and governance in Dutch SMEs. **European Management Journal**, v.23, n.5, p.583-589, 2005.

HEUVEL, J. G.; VOORDECKERS, W.. Board Roles in Small and Medium-Sized Family Businesses: performance and importance. **Corporate Governance: An International Review**, v.14, n.5, p.365-517, 2006.

HKIoD. The Hong Kong Institute of Directors. **Guidelines on Corporate Governance for SMEs in Hong Kong**. 3 ed. Hong Kong: HKIoD, 2014.

IBGC. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**. 5 ed. São Paulo: IBGC, 2015.

IBGC. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Evolução da governança corporativa nas empresas listadas em bolsa (2004-2012)**. São Paulo: IBGC, 2014.

JASWADI, I.; SUMIADJI, M. SME Governance in Indonesia: A survey and insight from private companies. **Procedia Economics and Finance**, v.31, p.387-398, 2015.

LEAL, R. P. C.; CARVALHAL, A. L.; IERVOLINO, A. P.. One decade of evolution of Corporate Governance practices in Brazil. **Revista Brasileira de Finanças**, v.13, n.1, p.134-161, 2015.

LEAL, R. P. C.; CARVALHAL-DA-SILVA, A. L.. **Corporate governance and value in Brazil (and in Chile)**. Washington: 2004. DOI: <http://doi.org/10.2139/ssrn.726261>

MAHZAN, N.; YAN, C. M.. Harnessing the benefits of corporate governance and internal audit: advice to SME. **Procedia: Social and Behavioral Sciences**, n.115, p.156-165, 2014.

MICHELMAN, J.. The Cost of Internal Control and Corporate Governance in Latin America. **The Journal of Interdisciplinary Economics**, v.20, n.1, p.133-147, 2009.

PARSA, S.; CHONG, G.; ISIMOYA, E.. Disclosure of governance information by small and medium-sized companies. **Corporate Governance: The international Journal of Business in Society**, v.7, n.5, p.635-648, 2007.

RICHARDSON, R. J.. **Pesquisa social: métodos e técnicas**. 3 ed. São Paulo: Atlas, 1999.

SILVEIRA, A. M.. **Governança corporativa no Brasil e no mundo: teoria e prática**. 2 ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2015.

TORCHIA, M.; CALABRÓ, A.. Board of directors and financial transparency and disclosure. Evidence from Italy. **Corporate Governance**, v.16, n.3, p.593-608, 2016.

UMRANI, A. I.; JOHL, S. K.. Governance, Ownership Structure and Expropriation of Rights: Case of Malaysian Small and Medium Enterprises. **International Journal of Economics and Financial Issues**, v.6, n.3, p.170-178, 2016.

ZHANG, Y.; NIE, Y.; DING, R.. An Empirical Study on the Relationship between SME Boards Listed Companies' Corporate Governance Structure and R&D Investment. In: 2014 INTERNATIONAL CONFERENCE ON MANAGEMENT SCIENCE & ENGINEERING 21TH ANNUAL CONFERENCE PROCEEDINGS. **Annals**. Helsinki: 2014.

A CBPC – Companhia Brasileira de Produção Científica (CNPJ: 11.221.422/0001-03) detém os direitos materiais desta publicação. Os direitos referem-se à publicação do trabalho em qualquer parte do mundo, incluindo os direitos às renovações, expansões e disseminações da contribuição, bem como outros direitos subsidiários. Todos os trabalhos publicados eletronicamente poderão posteriormente ser publicados em coletâneas impressas sob coordenação da **Sustenere Publishing**, da Companhia Brasileira de Produção Científica e seus parceiros autorizados. Os (as) autores (as) preservam os direitos autorais, mas não têm permissão para a publicação da contribuição em outro meio, impresso ou digital, em português ou em tradução.