

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
CURSO DE GRADUAÇÃO EM ECONOMIA**

RAFAEL WIDHOLZER BORDINHÃO

GOVERNANÇA CORPORATIVA:
uma análise do efeito que a migração gera no risco das ações

Florianópolis
2008

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
CURSO DE GRADUAÇÃO EM ECONOMIA**

RAFAEL WIDHOLZER BORDINHÃO

GOVERNANÇA CORPORATIVA:

uma análise do efeito que a migração gera no risco das ações

Trabalho de conclusão de curso apresentado ao Departamento de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Santa Catarina, como requisito parcial para obtenção do título de Bacharel em Economia, no segundo semestre de 2008.

Orientador: Prof. Dr. Ricardo José Araújo de Oliveira

Florianópolis
2008

GOVERNANÇA CORPORATIVA:
uma análise do efeito que à migração gera no risco das ações

RAFAEL WIDHOLZER BORDINHÃO

Trabalho de conclusão de curso apresentado ao Departamento de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Santa Catarina, como requisito parcial para obtenção do título de Bacharel em Economia, no segundo semestre de 2008.

Florianópolis, 11 de Novembro de 2008.

BANCA EXAMINADORA:

Prof. Dr. Ricardo José Araújo de Oliveira
(Orientador)

Prof. Dr. Milton Biage
(Examinador 1)

Prof. Dra. Marialice de Moraes
(Examinador 2)

BORDINHÃO, Rafael Widholzer. **Governança corporativa**: uma análise do efeito que à migração gera no risco das ações. 2008. 61 f. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Economia) – Centro de Ciências Econômicas, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2008.

RESUMO

A Bolsa de valores de São Paulo, com o intuito de fortalecer e promover o crescimento sustentado do mercado de capitais brasileiro implementou, em dezembro de 2000, as listagens dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa e o Novo Mercado. As empresas que ingressam nessas listagens se comprometem, voluntariamente, em conceder maiores direitos aos acionistas, prestar informações de melhor qualidade ao mercado, ser transparente e cumprir boas práticas de Governança Corporativa, além do exigido pela legislação brasileira. Este estudo tem como objetivo analisar do ponto de vista do risco das ações o efeito que a migração para os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa gera no risco das ações. Fazem parte deste estudo todas as ações de empresas (das quais se pode obter os 200 pregões necessários para a pesquisa) que migraram do Mercado Tradicional para qualquer um dos Níveis diferenciados de Governança Corporativa e Novo Mercado da Bovespa. Com o intuito de medir o risco de Curto e Médio prazo se utilizará o desvio padrão de 100 pregões antes e 100 pregões posteriores a adesão aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa e o Novo Mercado. Apesar de se observar uma diminuição de risco para a maioria das ações que migrarão do mercado tradicional para os Níveis diferenciados de Governança Corporativa, não foi possível confirmar a hipótese de que a migração para os Níveis de Governança diminui o risco no preço das ações das empresas, pois não foram observadas suficientes diminuições de risco com nível de significância proposto na metodologia da pesquisa proposta no trabalho.

Palavras-chave: Governança Corporativa. Novo Mercado. Bovespa. Risco.

BORDINHÃO, Rafael Widholzer. **Governança corporativa**: uma análise do efeito que à migração gera no risco das ações. 2008. 61 f. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Economia) – Centro de Ciências Econômicas, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2008.

ABSTRACT

The São Paulo Stock Market, aiming to strengthen and promote the sustained development of the capital market in Brazil, implemented in December 2000, the list of Special Corporate Levels and New Market. The enterprises that join this list commit themselves to, voluntarily, conceding more rights to shareholders, providing better information quality to the market, being transparent and fulfilling decent practices of Corporate Governance, besides what is required by the Brazilian legislation. This study has as objective to analyze in the view point of the risk of the stocks the effect that the migrations from the traditional market to the Special Corporate Levels generate in the stocks risk. Every stock that migrates from the Traditional Market to the Special Corporate Levels that was possible to obtain the 200 periods necessary to the research. To measure the risk of the stocks was used the standard deviation of 100 periods before and 100 periods after the migration to de Special Corporate Levels. Even observing a decrease in the risk of the majority of the stocks, was not possible to confirm the hypothesis that the migration to the Special Corporate Levels reduce the risk in the stocks price, because was not observed sufficient number of stocks that reduce the risk with the significance level indicated in the research methodology.

Keywords: Corporate Governance. New Market. Bovespa. Risk.

LISTAS DE TABELAS E QUADROS

Quadro 1 – Empresas listadas no nível 1 de Governança Corporativa da Bovespa em setembro de 2008.....	48
Quadro 2 – Empresas listadas no nível 2 de Governança Corporativa da Bovespa em setembro de 2008.....	49
Quadro 3 – Empresas listadas no novo mercado da Bovespa em setembro de 2008.	53
Quadro 4 – Empresas participantes do estudo.....	58
Tabela 1 – Ações com risco diminuído após Governança Corporativa Bovespa.....	58
Tabela 2 – Ações com risco aumentado após Governança Corporativa Bovespa.....	59

SUMÁRIO

1 PROBLEMÁTICA.....	7
1.1 INTRODUÇÃO	8
1.2 OBJETIVOS	12
1.2.1 Objetivo geral.....	12
1.2.2 Objetivos específicos.....	12
1.3 METODOLOGIA	12
2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA.....	14
2.1 PROBLEMA DA AGÊNCIA	14
2.1.1 A questão contratual.....	15
2.1.2 Conflitos de agência e estrutura de propriedade	16
2.2 GOVERNANÇA CORPORATIVA: CONCEITOS E DEFINIÇÕES	20
2.3 A EVOLUÇÃO DAS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA NO MUNDO..	
.....	23
2.3.1 Sistemas de Governança Corporativa no mundo	25
2.3.2 A Governança Corporativa nos Estados Unidos.....	26
2.3.2.1 A Importância da lei sarbanes-oxley para a GC nos Estados Unidos.....	27
2.3.3 A Governança Corporativa no Reino Unido.....	30
2.3.4 A Governança Corporativa na Alemanha.....	31
2.3.5 A Governança Corporativa no Japão.....	32
2.3.6 A Governança Corporativa na França	34
2.4 A GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL.....	35
2.4.1 Mudanças recentes	38
2.4.2 Mudanças na lei das Sociedades Anônimas	39
2.4.3 A Criação do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa.....	41
2.4.4 A participação do BNDES como indutor de práticas de Governança Corporativa	43
2.4.5 Níveis de Governança Corporativa na Bovespa.....	45
2.4.5.1 Nível 1	46
2.4.5.2 Nível 2	48
2.4.5.3 Novo mercado	49
3 PESQUISA E ANÁLISE DOS RESULTADOS.....	54
3.1 Teoria aplicada: Inferência sobre duas amostras de variâncias.....	53
3.2 O que significa o P-valor.....	55
3.3 Resultados e Análise.....	57
4 CONCLUSÃO	61
REFERÊNCIAS.....	63

1 PROBLEMÁTICA

Nota-se no cenário brasileiro atualmente um reflexo das transformações ocorridas no panorama internacional, onde a busca por práticas de Governança Corporativa diferenciadas vem se tornando uma constante. A Bovespa seguindo essa tendência lançou, em dezembro de 2000, o Novo Mercado e os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa, tendo em vista o aumento da transparência das empresas e, conseqüentemente, reduzir a assimetria de informações entre os investidores e empresas.

A redução da assimetria informacional impacta no risco das transações, pois o risco está associado à incerteza de determinado evento, e a percepção de menor risco provem diretamente da maior transparência e dos demais compromissos assumidos, como os previstos no regulamento de acesso aos Níveis de Governança Corporativa. Cria-se a expectativa de que as empresas, ao migrarem para tais regras, teriam como conseqüência redução do seu grau de risco, e que isso seria percebido pelo mercado.

De acordo com o folheto do Novo Mercado da Bovespa:

A melhoria da qualidade das informações prestadas pela Companhia e a ampliação dos direitos societários reduzem as incertezas no processo de avaliação e de investimento e, conseqüentemente, o risco. Assim, em virtude do aumento da confiança, eleva-se a disposição dos investidores em adquirirem ações da Companhia, tornando-se seus sócios (BOVESPA, 2006).

As reformas legislativas para o aumento dos direitos dos acionistas minoritários encontram, com freqüência, obstáculos políticos. Frente a isso, mecanismos e meios voluntários de adesão, a práticas de boa Governança Corporativa despontam como uma opção mais viável. Nesta mesma linha, os níveis de governança e o Novo Mercado da Bovespa surgem como uma alternativa. O Novo Mercado é um segmento de listagem destinado a negociação de ações emitidas por empresas que se comprometem, voluntariamente, com a adoção de práticas de governança corporativa adicional em relação ao que é exigido pela legislação, cujo principal objetivo é fortalecer o mercado acionário.

Diante deste contexto, pergunta-se: A adesão aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa e o Novo Mercado da Bovespa diminui ou aumenta o risco para os investidores?

Este questionamento é relevante, pois a adoção dos níveis de governança corporativa e o Novo Mercado no Brasil encontram - se em fase de maturação. E, tal

maturação, pode ser incentivada e viabilizada por meio de experimentos e pesquisas que venham ajudar ao entendimento do comportamento das empresas que vem aderindo aos níveis diferenciados de governança corporativa e ao Novo Mercado. Estes mesmos experimentos e pesquisas servem como incentivos à adesão de novas empresas aos níveis de governança corporativa da Bovespa.

1.1 INTRODUÇÃO

Atualmente o tema da governança corporativa faz-se mais e mais presente em todo o mundo. Fraudes de companhias de grande porte como a Eron, World Com, Parmatat e outras tiveram um reflexo muito negativo no mercado de capitais, nos quais estas empresas eram listadas. A governança, a partir deste ponto passou a ter uma preocupação mais intensa por parte dos governos e investidores. Práticas ruins de governança corporativa podem ser responsáveis por um afastamento de investidores no mercado de capitais.

Muitas iniciativas privadas e públicas vêm procurando desenvolver as boas práticas de governança corporativa. Códigos de governança, leis e inovações desenvolvidas pelas bolsas e outras instituições são iniciativas adotadas em diversos países com o intuito de que se aumente o número de companhias que passem a adotar melhores práticas de governança corporativa, ajudando a disseminar a importância e os benefícios gerados pela boa governança. Boas práticas de governança corporativa têm a virtude de atrair investidores, pois garante maior proteção dos seus direitos, equidade no tratamento entre majoritários e minoritários, e divulgação de informações de qualidade e transparência.

A atração de investidores ao mercado aumenta a liquidez dos papéis negociados e por consequência a liquidez do mercado, incentivando assim o aumento no número de emissões e ofertas públicas. Com um número cada vez maior de empresas emitindo novas ações e abrindo o capital, o mercado de capitais se fortalece, tornando-se um ambiente extremamente favorável e atrativo à captação de recursos para as empresas. Do lado das empresas podendo contar com este tipo de fonte de financiamento para seus projetos, podem investir mais e alcançando maior crescimento, favorecendo o desenvolvimento da economia como um todo.

Os benefícios obtidos com a abertura de capital estão intimamente ligados à liquidez das ações das empresas, ou seja, a possibilidade dos investidores negociarem seus ativos em grandes volumes de ações sem que tal movimentação altere significativamente o

preço das mesmas. Ações com pouca liquidez devem oferecer aos investidores um prêmio maior para que sejam atrativas. Desta maneira, a baixa liquidez é um reflexo da baixa avaliação do mercado, e alto custo de capital, o que acaba desestimulando a empresa a captar recursos no mercado. A liquidez também depende muito do número de participantes do mercado, o que faz com que, a presença de um número elevado de investidores minoritários seja uma condição muito importante para o desenvolvimento de um mercado líquido para a negociação dos papéis emitidos pelas empresas.

Por outro lado, é determinante que os custos para que os acionistas minoritários tenham seus direitos assegurados, no que diz respeito a parcela do fluxo de caixa que corresponde ao minoritário. Caso contrário, o acionista minoritário terá preferência a outros tipos de aplicações para o seu investimento. Logo temos uma situação onde a participação do pequeno investidor está condicionada à eficácia da proteção dos seus direitos, destacando regras claras, transparência de informação.

Não é suficiente que de maneira pontual algumas empresas atendam tais quesitos no sentido da proteção dos direitos demandados pelos minoritários. Tendo o elevado custo de obtenção de informação para cada empresa e, portanto, de distinguir entre empresas individuais, há o risco de que certas empresas atuem de maneira oportunista e inadequada, o que levaria a afetar no juízo que o mercado faz das demais empresas. Mas, mudanças nos padrões de governança corporativa são de difícil implantação através de mudanças de legislação. A razão desta dificuldade ocorre, porque o aumento de direitos dos minoritários impacta em uma redução no valor de controle das empresas, gerando conflito porque choca com os interesses de grandes grupos econômicos. Frente a esta dificuldade, a criação de mecanismos de adesão voluntária a práticas mais evoluídas de Governança Corporativa, vem sendo usada como um mecanismo alternativo a reformas legislativas.

No Brasil, a Bovespa replica a iniciativa alemã com a criação do Novo Mercado, onde a adesão é condicionada à emissão de apenas ações ordinárias, com um *free-float*¹ mínimo de 25% destas ações, adesão a Câmara de Arbitragem do Mercado para solução de conflitos, tag-along, e outras condições.

¹ *Free float*- Quantidade de ações de uma empresa disponível para negociação em mercados organizados. Em mercados de ações desenvolvidos, esta quantidade costuma representar um percentual significativo do estoque de ações das empresas, com grande participação de ações ordinárias. Nos mercados menos desenvolvidos, a concentração de ações em poder dos acionistas controladores faz com que o total de ações disponível para transações seja menor. Além disso, a disponibilidade de ações não contempla volumes expressivos - ou ao menos razoáveis - de ações ordinárias. Nesses mercados, ações preferenciais - ou classes de ações sem direito de voto - predominam sobre as demais.

Estando ciente de que tais regras que foram estabelecidas para o Novo Mercado são bastante restritivas, e de difícil condição de serem cumpridas por muitas empresas que não teriam condições de satisfazê-las, a Bovespa optou também pela criação de diferentes níveis de governança, denominados Nível I, Nível 2 e Novo Mercado. Assim temos quatro mercados: Mercado Tradicional, Nível I, Nível 2, e Novo Mercado. Tal abertura dos níveis de governança ocorreu em 26 de junho de 2001. A migração de empresas que faziam parte do mercado tradicional para os níveis de governança corporativa nos revela uma oportunidade única para avaliar como o mercado responde a adoção por parte das empresas, a melhores práticas de governança corporativa.

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), perante as diversas definições, oficializou o seguinte conceito:

Governança Corporativa é o sistema que assegura aos sócios – proprietários o governo estratégico da empresa e a efetiva monitoração da diretoria executiva. A relação entre propriedade e gestão se dá através do conselho de administração, a auditoria independente e o conselho fiscal, instrumentos fundamentais para o exercício do controle. A boa Governança assegura aos sócios, equidade, transparência, responsabilidade, pelos resultados (e obediência às leis do país).

Na literatura econômica, o enfoque predominante no estudo dessa questão é o da teoria da agência (JENSEN; MECKLING, 1976). A discussão sobre a necessidade de aprimoramento da governança corporativa nas empresas surgiu como resposta aos diversos registros de expropriação da riqueza dos acionistas por parte dos gestores. Estes registros decorrem do problema de agência, que ocorre quando os executivos tomam decisões com o intuito de maximizar sua utilidade pessoal e não a riqueza dos acionistas, motivo pelo qual são contratados. Desta forma, o entendimento do problema de governança corporativa passa pela compreensão de como ocorre o problema de agência nas empresas e de quais mecanismos poderiam ser empregados para sua diminuição.

Segundo Jensen e Meckling (1976) se ambas as partes agem tendo em vista a maximização das suas utilidades pessoais, existe uma boa razão para acreditar que o agente não agirá sempre no melhor interesse do principal. No caso da relação entre acionistas e gestores, os acionistas podem limitar as divergências monitorando as atividades dos executivos e estabelecendo incentivos contratuais apropriados eles. Desta forma, os acionistas incorrem em custos para alinhar os interesses dos gestores aos seus, que são chamados custos de agência. Na relação entre acionistas e gestores, os custos de agência do tipo "perdas residuais" se manifestam de forma muito clara com algumas decisões não maximizadoras de

riqueza tomadas pelos gestores. Nesta perspectiva, um sistema de governança corporativa emerge justamente para procurar resolver o problema de agência oriundo da separação da propriedade do controle das corporações.

Na medida em que uma grande corporação tem sua propriedade pulverizada e seu controle entregue a executivos não proprietários, coloca-se o problema de como garantir que o comportamento destes executivos esteja afinado com a maximização do valor para os acionistas. A questão do monitoramento fica complicada neste contexto dado, o chamado problema do *free-rider*²: uma vez que cada acionista detém uma participação pequena das ações da companhia e qualquer ação que ele tomar no sentido de melhorar o desempenho da companhia traria benefícios para todos os demais acionistas, apesar dele arcar com todos os custos desta eventual ação, os incentivos para um monitoramento são diminutos. O sistema de governança corporativa deve, portanto, oferecer uma solução economicamente eficiente para este problema.

De acordo com o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2008): “A empresa que opta pelas boas práticas de governança corporativa adota como linhas mestras a transparência, a prestação de contas (*accountability*), a equidade e a responsabilidade corporativa”. Estes conceitos básicos de boas práticas de Governança apresentam-se ao mercado de ações avalizando a concepção de que respeito gera valor. Embora seja internacionalmente reconhecido o papel ético sobre a posição dos minoritários nos mercados de capitais, o Brasil ainda está longe de apresentar um ambiente justo para os minoritários. Porém, o empenho da classe empresarial, governo, instituições como Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, Bovespa, CVM dentre outros, começa a dar resultados e as mudanças no modelo de governança das empresas brasileiras começam a ganhar visibilidade.

A Governança Corporativa propicia segurança aos investidores, valoriza as empresas e reduz o custo de captação. O sucesso empresarial desse novo paradigma permitirá que os benefícios da abertura de capital se estendam sobre um número maior de empresas atraídas e atraentes.

O que a economia precisa é de um sistema/mecanismo que avalie competitivamente as empresas e discipline de maneira eficaz a gestão das empresas quando o

² *Free-rider*: comportamento *free-rider* como sendo aquele em que um ou mais agentes econômicos acabam usufruindo de um determinado benefício proveniente de um bem, sem que tenha havido uma contribuição para a obtenção de tal.

seu valor de mercado é reduzido. Um sistema adequado de governança deve, assim, apoiar-se em dois pilares: na soberania dos acionistas e em mercados competitivos com controle corporativo.

1.2 OBJETIVOS

1.2.1 Objetivo geral

O objetivo geral deste trabalho consiste em analisar, do ponto de vista do risco nos preços das ações, o comportamento das ações das empresas que optaram em adotar as práticas diferenciadas de governança corporativa da Bovespa.

1.2.2 Objetivos específicos

- ♣ Identificar as empresas que adotaram os níveis de governança corporativa da Bovespa;
- ♣ Comparar o risco anterior e posterior a data de adesão, aos níveis de governança corporativa;
- ♣ Analisar e comparar os riscos entre as ações das empresas escolhidas;
- ♣ Ajudar a direcionar futuros trabalhos.

1.3 METODOLOGIA

Inicialmente, fazem parte do estudo deste trabalho todas as empresas que aderiram a qualquer um dos níveis de Governança Corporativa até 31 de dezembro de 2007. Com o intuito de mensurar o risco de curto e médio prazo, se utilizará o desvio padrão dos resultados de 100 pregões anteriores à adesão e 100 pregões após, incluindo o dia da migração. Devido à recente migração de certas empresas e a outras terem aberto seu capital e logo em seguida ingressado num dos níveis de Governança Corporativa, não foi possível obter os 200 pregões necessários para a análise, e sendo assim, estas empresas foram excluídas do trabalho. Serão analisadas as ações PN (preferenciais) e ON (ordinárias) das empresas, quando as empresas em análise neste estudo tiverem lançadas no mercado os dois tipos de ações.

Para obtenção dos valores de negociação das ações que serão analisadas neste trabalho, utilizar-se-á como base de dados as Cotações Históricas da Bovespa, pois, por se tratar a Bovespa da Bolsa onde estas ações são negociadas, sugere-se maior confiabilidade nos dados apresentados por essa instituição.

Para se atender o objetivo do trabalho, se adotará o desvio padrão como instrumento de mensuração de risco intrínseco nos preços das ações das empresas que migraram para os níveis de Governança Corporativa da Bovespa. Pretende-se utilizar duas variáveis: a variável DPA que receberá o valor do desvio padrão dos resultados dos 100 pregões anteriores à data de migração, e a variável DPP que receberá o valor do desvio padrão dos resultados dos 100 pregões posteriores à data de migração.

Das ações que apresentarem uma diminuição do desvio padrão no período posterior a migração aos níveis de Governança Corporativa da Bovespa, serão consideradas como eficientes apenas àquelas que apresentarem uma redução no seu risco, tomando como base um nível de significância inferior a 10%. O estabelecimento deste nível de significância dá-se em função dos riscos de aceitar a Hipótese Nula (as empresas não se tornaram mais eficientes ao se integrarem nos níveis de governança da BOVESPA) como falsa, sendo ela verdadeira (ou seja, assumir-se um risco do tipo II (GUJARATI; 2006). Portanto, com o intuito de evitar este risco assumiu-se como satisfatório na análise, para aceitar a Hipótese Alternativa (as empresas tornaram-se mais eficientes ao se integrarem nos níveis de governança da BOVESPA) um p-valor menor ou igual a 0,1. Este fato é explicado devido, com isso, podermos estabelecer uma significância mínima, ao ponto de que a diminuição ocorrida não seja considerada como um mero acaso, ou como dentro da margem de erro das estimativas.

O valor da probabilidade de se obter o efeito observado, dado que a hipótese nula é verdadeira, é chamado de p-valor. Se o valor do p-valor for menor que o nível de significância estipulado (0,1), assume-se que a hipótese de que a migração aos Níveis de Governança Corporativa da Bovespa diminui o risco das ações como verdadeira (ou seja, aceita-se a Hipótese Alternativa). Ao contrário, se o p-valor for maior, assume-se que a Hipótese Nula é verdadeira e, conseqüentemente, que as empresas não se tornaram mais eficientes ao se integrarem nos níveis de governança da BOVESPA.

Esta pesquisa se caracteriza como indutiva, pois tomando a observação de fatos singulares, como a observação do comportamento das ações das empresas que migraram para os níveis de governança corporativa, se pretende chegar a uma generalização, e a partir daí determinar um resultado.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 O PROBLEMA DE AGÊNCIA

A separação entre o controle e a propriedade das companhias gera o relacionamento de agência. Para Jensen e Meckling (1976) tal relação se dá por meio de um contrato, onde o proprietário delega ao administrador, no caso o agente, um trabalho, que envolve a transmissão de autoridade na tomada de decisão. Os gestores devem se basear neste contrato ao tomarem decisões para os proprietários, procurando defender os interesses dos investidores. É nesta transmissão de autoridade que se dá o problema de agência.

A necessidade de melhores práticas de governança corporativa nasce como uma forma de resposta a esse conflito e visa evitar a expropriação da riqueza do acionista pelos gestores.

Jensen e Meckling (1976, p. 308) definem um relacionamento de agência como: “um contrato onde uma ou mais pessoas – o principal – engajam outra pessoa – o agente – para desempenhar alguma tarefa em seu favor, envolvendo a delegação de autoridade para tomada de decisão pelo agente”

Para Jensen e Meckling (1976) agentes e principais sempre buscam a maximização de suas riquezas, assim tornando muito provável que os gestores não atuem de forma a maximizar a riqueza dos acionistas, gerando assim a expropriação da riqueza dos proprietários. Para Shleifer e Vishny (1997) o problema de agência se dá na dificuldade que os investidores têm em garantir que seu capital não seja expropriado ou investido em projetos não atrativos.

A caracterização do problema da agência é desenvolvida por Shleifer e Vishny (1997) da seguinte forma:

O empreendedor, ou gestor, capta recursos dos investidores para aplicá-los em projetos rentáveis ou para se apropriar destes recursos. Os investidores por sua vez, necessitam de gestores qualificados para fazer com que os recursos acumulados possam ser aplicados em projetos rentáveis. Como normalmente os empreendedores ou gestores, necessitam do capital dos investidores para concretização de seus objetivos, pois, ou não dispõem de recursos suficientes, ou desejam diversificar seus investimentos, e, os investidores têm consciência da possibilidade de apropriação de seus recursos pelos gestores, o problema da agência que se coloca é: como garantir aos investidores que seus recursos sejam aplicados atendendo aos seus interesses?

La Porta et al (2000) exemplificam algumas formas de expropriação de riqueza:

- ♣ Apropriação dos lucros pelos *insiders* (definidos como gestores e acionistas controladores);
- ♣ Venda de ativos, produtos ou títulos das firmas que os *insiders* gerenciam para outra firma que eles controlam a um preço abaixo do mercado;
- ♣ Elevados salários a executivos;
- ♣ Resistência a liquidação ou fusão vantajosa aos acionistas;
- ♣ Escolha de projetos por gosto pessoal e não em análises técnicas;
- ♣ Investimento em projetos que não agregam valor.

2.1.1 A questão contratual

A tarefa de alinhar seus interesses aos interesses dos gestores implica em custos para os acionistas, que são chamados custos de agência. Segundo Jensen e Meckling (1976, p. 308), os custos de agência são a soma dos:

- ♣ Custos de criação e estruturação de contratos entre o principal e o agente;
- ♣ Gastos de monitoramento das atividades dos gestores pelo principal;
- ♣ Gastos promovidos pelo próprio agente para mostrar ao principal que seus atos não serão prejudiciais ao mesmo;
- ♣ Perdas residuais, decorrentes da diminuição da riqueza do principal por eventuais divergências entre as decisões do agente e as decisões que iriam maximizar a riqueza do principal.

Como comentado por Gross e Hart (1986) os custos associados á elaboração de um contrato completo e eficaz são:

- ♣ Custos para determinar ou antecipar todos os fatos que possam vir a ocorrer,
- ♣ buscando uma adaptação eficiente;
- ♣ Custos para atingir um acordo para cada contingência importante;
- ♣ Custos para se escrever o contrato em termos e condições precisas;
- ♣ Custos de monitoramento;
- ♣ Custos de aplicabilidade, quando haja uma falha no cumprimento do contrato, ou quebra, são os custos para exercer o contrato.

Quando os contratos conseguem cobrir todos os quesitos acima, sem lacunas, são chamados contratos completos, pois não tem necessidade de serem revisados, nem alterados e são aplicados com perfeição.

No entanto é infactível a estruturação de um contrato completo, pois numa relação entre duas partes que se estende no longo prazo existe o risco dos contratos não representarem um alinhamento entre os interesses, fazendo com que uma das partes seja prejudicada por um comportamento oportunista da outra parte.

2.1.2 Conflitos de agência e estrutura de propriedade

Os conflitos de agência entre agentes e principais são muito comuns em empresas de propriedade pulverizada, onde o conflito se encontra entre acionistas e gestores. Porém empresas de propriedade concentrada, também apresentam conflito de agência ocorrendo entre acionistas majoritários e minoritários, pois na maioria dos casos os acionistas majoritários possuem vantagens que os minoritários não tem. A concentração do capital da empresa gera a possibilidade de expropriação da riqueza dos acionistas minoritários.

Siffert Filho (1998) afirma que a estrutura de propriedade de uma firma é um dos principais determinantes da governança corporativa.

De acordo com Williamson (1996) existem seis motivos para a estrutura de propriedade da firma, ser um dos fatores mais importantes determinantes da governança corporativa:

- ♣ A concentração de propriedade por parte de grandes acionistas irá incentivá-los a tomar uma posição ativa, com interesse no desempenho da firma e na implementação de mecanismos de monitoramento dos administradores, isto é, farão valer sua voz, em vez de possuírem estratégias de saída;
- ♣ O fato de os administradores deterem ações irá afetar os incentivos com que contam para maximizar o valor para os acionistas, em vez de desenvolverem seus próprios objetivos;
- ♣ A identidade dos proprietários é um indicativo de suas prioridades; como exemplo, as empresas estatais, que seguem, em boa medida, diretrizes políticas;
- ♣ Segundo a teoria de finanças, os acionistas/proprietários que têm portfólios diversificados não serão avessos a uma postura de maior risco por parte da firma, ao passo que proprietários com uma parcela significativa de sua riqueza em uma única firma tendem a propor estratégias corporativas de baixo risco;
- ♣ A liquidez da propriedade irá afetar a preferência temporal dos proprietários e o comportamento de investimentos das corporações;

- ♣ As estruturas de propriedade integrada (hierarquias) podem reduzir os custos de coordenar transações com alto grau de especificidade dos ativos.

No contexto atual o controle separado da propriedade faz com que ocorra uma assimetria informacional entre o agente (administrador) e o principal (proprietário). Os que trabalham diariamente na empresas possuem mais informações que os investidores, uma vez que têm maior acesso aos procedimentos exercidos por eles próprios.

Os conflitos de agência apresentam características distintas em quando levamos em consideração a estrutura de propriedade das companhias. Em mercados como o anglo-saxão, onde a estrutura de propriedade é acionária pulverizada, encontramos o conflito focado entre de um lado os gestores e de outro um grande número de proprietários, com participações individuais muito pequenas no capital das empresas.

Podendo se afirmar que os conflitos de agência correspondem ao risco de expropriação da riqueza dos acionistas pelos gestores na hipótese de empresas com estrutura de capital pulverizada e separação de gestão e propriedade, ou, de expropriação da riqueza dos acionistas minoritários pelo acionista controlador, quando este exerce poder total sobre os gestores.

Nesse modelo, o problema de agência pode ocorrer, por exemplo, quando os administradores passam a adicionar às suas remunerações originais uma série de regalias e privilégios, estipulam altas participações nos lucros ou tenta maximizar o tamanho da empresa (como estratégia de se manterem no poder), o que fatalmente diminui os lucros. Analogamente, isso acontece quando a partir de uma gestão desastrosa, os administradores, para manter seus empregos, fazem com que as demonstrações de resultados se apresentem positivas, quando na realidade não são.

Já nas companhias com capital pulverizado os problemas de agência tendem a ser amplificados pela ocorrência da situação conhecida como *free rider*, que se da quando o capital extremamente pulverizado torna a participação individual de cada acionista tão reduzida que não justifica o efetivo exercício do direito de participação dos acionistas nos negócios sociais.

A esse respeito Holderness (2002) apresenta, como fatores motivadores da concentração da propriedade, a existência de benefícios de controle, compartilhados e privados e o primeiro fator seria a possibilidade de um monitoramento superior da administração por parte do acionista controlador, o que eliminaria o efeito *free rider* do

controle muito fragmentado e proporcionaria um maior incentivo para a maximização do valor da empresa, benefício a ser compartilhado com os demais acionistas.

A existência de ações preferenciais sem direito a voto, a adoção de estruturas piramidais de controle e participações cruzadas resultando em estruturas de controle minoritário permitem que acionistas controlem a empresa, mesmo participando minoritariamente do capital social.

Dessa forma, ocorre a separação entre os fluxos de caixa e os direitos de controle da gestão das companhias, permitindo que um acionista ou grupo de acionistas mantenham o controle da companhia mesmo não possuindo a maior parte dos direitos sobre o fluxo de caixa.

No Brasil a forma mais comum de criação de estruturas de controle minoritário é através da criação de ações sem direito a voto. A lei 6.404/76, que regula as sociedades anônimas no Brasil autorizou a emissão dessas até o limite de 2/3 do capital social da companhia, procurando compensar essas ações com preferências sobre o fluxo de caixa, razão pela qual foram denominadas ações preferenciais. Essa proporção foi posteriormente reduzida para 50% com o advento da lei nº 10.303/2001.

Nos mercados com estrutura de propriedade concentrada (Quando a maior parte do capital votante se encontra concentrada em poucos acionistas), como é o caso do brasileiro, o problema de agência passa a ter como protagonistas o acionista controlador, que elege a maioria dos administradores e é quem realmente tem o poder de mando na companhia, e de outro lado os acionistas minoritários.

A possibilidade de o acionista controlador ter acesso a benefícios especiais não extensivos aos minoritários fica evidenciada pelo prêmio inserido no valor do bloco de controle das companhias. Caso os acionistas minoritários usufríssem os mesmos benefícios dos controladores, o prêmio de controle não teria sentido econômico para existir.

O prêmio de controle é geralmente justificado pela possibilidade de o detentor da participação majoritária ser capaz de definir os rumos da companhia e geri-la sem a interferência de terceiros, diretamente ou através da eleição de administradores que sigam as políticas por ele traçadas. Este, no entanto, é apenas um dos fatores que justificariam o desembolso adicional necessário para a aquisição do bloco de controle e que representam um motivador à concentração da propriedade.

Na realidade, ainda se reconhecendo a importância da justificativa acima. É muito mais relevante como fator de incentivo à concentração acionária a utilização pelos acionistas controladores do poder de mando representado pelo seu lote de ações com o objetivo de

usufruir os benefícios privados do controle, que não estão disponíveis aos acionistas minoritários.

Deve-se atentar para o fato de que, apesar de os benefícios privados de controle serem normalmente negativos, pois transferem valor dos demais acionistas (ou seja, representam um desconto sobre o valor da empresa), algumas vezes, podem ser positivos, como no caso de sinergias com empresas associadas ao acionista controlador, ou com o comprometimento pessoal do acionista controlador com a empresa, o que tem o potencial de criação de valor para os demais acionistas.

Em um modelo como o brasileiro, que permite a convivência de ações com e sem direito a voto e no qual o controle das companhias pode ser exercido pela propriedade apenas da maioria do capital votante, é mais provável que venha a ocorrer um desalinhamento de interesses entre acionistas minoritários e controladores, por exemplo, na distribuição de dividendos, menos importantes para estes últimos, dada sua pequena participação no capital total, mas essenciais para os minoritários, especialmente os acionistas preferenciais.

Silveira (2004, p.56) descreve de forma sucinta as características do mercado de capitais e o modelo geral de governança corporativa adotada pelas empresas brasileiras com ações em bolsa:

- ♣ Estrutura de propriedade com forte concentração das ações com direito a voto e alto índice de emissão de ações sem direito a voto;
- ♣ Empresas com controle familiar ou compartilhado por alguns poucos investidores alinhados por meio de acordo de acionistas para resolução das questões relevante;
- ♣ Presença de acionistas minoritários pouco ativos;
- ♣ Alta sobreposição entre propriedade e gestão, com os membros do conselho representando os interesses dos acionistas controladores;
- ♣ Pouca clareza da divisão de papéis entre conselho e diretoria, principalmente nas empresas familiares;
- ♣ Escassez de conselheiros profissionais no conselho de administração;
- ♣ Remuneração dos conselheiros como fator pouco relevante;
- ♣ Estrutura informal do conselho de administração, com ausência de comitês para tratamento de questões específicas, como auditoria ou sucessão.

Resumindo, podemos afirmar que em ambos os modelos de estrutura de propriedade, pulverizada, como no caso norte-americano, ou concentrada, como no caso brasileiro, as práticas de governança corporativa irão sempre buscar os mesmos objetivos finais, tais como: transparência de informações, proteção dos acionistas e maximização do valor da companhia.

No entanto, os problemas a serem enfrentados para alcançar estes objetivos decorrem de realidades corporativas diversas e, muitas vezes, irão exigir remédios diferentes de governança. No primeiro caso, estamos diante do risco de expropriação da riqueza de todos os acionistas pelos administradores, que na prática, detêm o poder na sociedade através da utilização de instrumentos como o voto por procuração (controle gerencial). Na outra hipótese, o objetivo deve ser defender o acionista minoritário de abusos cometidos pelos acionistas controladores.

2.2 GOVERNANÇA CORPORATIVA: CONCEITOS E DEFINIÇÕES

O termo governança corporativa toma mais intensidade no debate econômico na década de 90 que foi marcada por diversos escândalos envolvendo grandes corporações, mas o conceito de governança já existe à mais de 50 anos. Nos tempos atuais a uma maior preocupação com a governança corporativa, tanto por parte dos governos como pelo setor privado. Além do que é visto como a solução para os problemas de agência que como já comentado anteriormente, vem da separação entre propriedade e controle.

Vários autores apresentam definições de governança corporativa. Segundo Rabelo e Silveira (1999, p.6) “Governança corporativa é o sistema por meio do qual se exerce e se monitora o controle nas corporações”. Para Shleifer e Vishny (1997) governança corporativa são os meios pelos quais os investidores asseguram em obter o retorno para os seus investimentos. Ou seja, a governança corporativa corresponde ao conjunto de restrições sobre os gestores com o intuito de reduzir a má alocação dos seus recursos.

De acordo com Vieira e Mendes (2004, p.104) “a prática da boa governança nas instituições aparece como um mecanismo capaz de proporcionar maior transparência a todos os agentes envolvidos com a empresa, minimizar a assimetria de informação existente entre administradores e proprietários e fazer com que os acionistas que não pertençam ao bloco de controle possam reduzir suas perdas no caso de uma eventual venda da companhia”

Na Enciclopédia de Governança Corporativa (ENCYCOGOV, 2007) encontram para o tema distintas definições que serão abaixo apresentadas:

Corporate governance is a field in economics that investigates how to secure/motivate efficient management of corporations by the use of incentive mechanisms, such as contracts, organizational designs and legislation. This is often limited to the question of improving financial performance, for example, how the corporate owners can secure/motivate that the corporate

managers will deliver a competitive rate of return (MATHIENSEN, 2002 apud ENCYCOGOV, 2007).

Some commentators take too narrow a view, and say it (corporate governance) is the fancy term for the way in which directors and auditors handle their responsibilities towards shareholders. Others use the expression as if it were synonymous with shareholder democracy. Corporate governance is a topic recently conceived, as yet ill-defined, and consequently blurred at the edges...corporate governance as a subject, as an objective, or as a regime to be followed for the good of shareholders, employees, customers, bankers and indeed for the reputation and standing of our nation and its economy (MAW et al, 1994 apud ENCYCOGOV, 2007).

Para Millstein (1998) governança corporativa compreende a estrutura de relacionamentos e correspondentes responsabilidades de acionistas, conselheiros e executivos, definidas estas da melhor maneira, de modo a encorajar as empresas a terem o desempenho econômico como objetivo principal.

Rabelo e Silveira (1999, p. 6) definem a Governança corporativa como: “sistema por meio do qual se exerce e se monitora o controle nas corporações”. Nota-se nesta definição uma forte ligação à estrutura de propriedade, assim como as características do mercado financeiro, volume e nível de penetração dos mercados de capitais e ao aparato legal de cada economia.

Para os autores citados, as boas práticas de governança corporativa, é elemento fundamental para que os mercados tenham um melhor desempenho, especialmente no que diz respeito à transparência e credibilidade das informações.

A governança corporativa se trata de um conjunto de mecanismos e procedimentos, que tem como objetivos garantir os direitos dos acionistas perante possíveis abusos por parte dos gestores, assim como defender o acionista minoritário de abuso por parte do acionista majoritário. Ou seja, a governança corporativa poder ser entendida como uma serie de medidas na busca de maior transparência, ética, responsabilidade pelos resultados, prestação de contas e direitos iguais entre os acionistas.

A governança corporativa surge como tentativa de solucionar os conflitos entre gestores (agentes) e acionistas (principais) e tais conflitos são os principais responsáveis pelo afastamento de investidores do mercado, é importante conhecer e entender como os investidores avaliam as práticas de governança corporativa das empresas. Se ao avaliar as práticas de governança corporativa das empresas os investidores constatarem maior segurança na questão de proteção dos seus direitos e em relação a transparência na divulgação das

informações, os investidores se sentiram atraídos para o mercado, estimulando a dinamização do mercado.

2.3 A EVOLUÇÃO DAS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA NO MUNDO

Durante o século XX a estrutura de capital das Sociedades anônimas se alterou de maneira profunda principalmente nos EUA depois da crise de 1929 e final da 2ª Guerra Mundial. Empresas que antes eram controladas por um pequeno número de famílias passaram a receber grandes recursos provindos de investidores profissionais, principalmente fundos de pensão.

Este novo arranjo da propriedade acionária foi força geradora para um movimento encabeçado pelos investidores e o governo contra a gestão despótica das corporações que vinha prevalecendo, tal movimento tinha a intenção de assegurar os direitos dos investidores que aplicavam seus recursos nas sociedades anônimas.

O governo se encontrou obrigado a intervir favoravelmente aos investidores, pois ficou provado que, com a pulverização do capital das empresas a administração das mesmas ficou impessoal não tendo mais um dono visível e notavelmente a economia Americana vinha perdendo competitividade em relação a Japonesa. As empresas vinham sendo geridas mais para o benefício dos altos executivos com a concessão de benefícios e salários muito elevados, que em benefício dos acionistas, que têm seu interesse voltado para os resultados financeiros, valorização do capital, pela distribuição de dividendos, assim como o planejamento da empresa no médio/longo prazo. Wald (2002) comenta este período da seguinte maneira:

Após a Segunda Guerra Mundial, as dimensões das empresas aumentaram muito e algumas delas passaram a ter orçamentos superiores aos de alguns pequenos países. Em virtude da pulverização das ações, as diretorias passaram a ter grande autonomia, atuando, algumas vezes, conforme seu próprio interesse e não no interesse da sociedade. Além disso, devido ao conhecimento especializado necessário para a gestão dessas empresas, formou-se uma verdadeira casta, que Galbraith chamaria a 'tecnocracia'. Esse poder amplo concedido aos tecnocratas empresariais fez com que substituíssem o capitalista empreendedor que os precedeu. E, aos poucos, desenhou-se, nos Estados Unidos, uma reação salutar contra os abusos dos administradores, cujos salários, gratificações e opções de compra (*stock options*) podiam alcançar, em determinados casos, níveis astronômicos, em detrimento da rentabilidade dos acionistas. A matéria passou a ser debatida tanto nas assembleias gerais como no Congresso Americano, verificando-se que, em certos casos, havia conflito entre os interesses dos administradores e da própria sociedade e do país. Os primeiros buscam lucros no curto prazo que repercutem nas suas remunerações; já os segundos cogitam do planejamento empresarial no médio e longo prazos. Essa situação provocou várias reações em níveis diferentes. Assim, reconheceu-se, num determinado momento, uma perda da competitividade dos Estados Unidos em relação ao Japão, em virtude do enfraquecimento da economia norte-americana. (...).

A consequência deste jogo de forças foi que uma série de medidas, foram adotadas, reconhecendo uma série de direitos dos acionistas minoritários. A tais medidas se deu o nome de “*corporate governance*”. Que tiveram resultados muito positivos ajudando a economia Norte Americana a recuperar sua posição de hegemonia no início dos anos 90.

O movimento pela governança corporativa ganhou força em meados da década iniciada em 1980, nos EUA. Os grandes investidores institucionais passaram a se mobilizar contra algumas corporações que eram mal administradas, em detrimento dos acionistas. Tal movimento se expandiu pelo mundo, chegando à Inglaterra, inicialmente, e depois se estendendo pelo restante da Europa, chegando ao Brasil na última década.

Lodi (2000, p. 34) associa a ascensão do conceito de governança corporativa à ascensão dos fundos de pensão, dos administradores de ativos e dos bancos. Durante os anos 1992-93 e nos seguintes, assistiu-se à demissão de poderosos presidentes de empresas em virtude de pressão dos conselhos de administração e de grupos acionistas. American Express, Compaq, Digital, General Motors, IBM, Kodak, Sears, Tenneco, Time Warner foram algumas das empresas que tiveram seus executivos afastados. Na Inglaterra, alguns escândalos levaram a criação de um Código de Melhores Práticas que ganhou o nome de Relatório Cadbury. E assim foram sendo introduzidos outros códigos, em decorrência dos seguintes fatores: as crises por que passaram as grandes corporações mundiais; a pressão dos fundos de pensão e dos fundos de investimento para obter maior transparência e prestação de contas; os grandes escândalos financeiros nos EUA e na Inglaterra (BCCI, Tobert Maxwell); a pressão de organismos privados, como o Institute of Directors (IOD) da Inglaterra, o Conference Board (EUA) e a National Association of Corporate Directors (NACD, EUA).

Em 1991, o Banco da Inglaterra criou uma comissão para elaborar um Código das Melhores Práticas de Governança. A Comissão Cadbury foi um trabalho conjunto da Bolsa de Valores de Londres, da entidade de contadores da Inglaterra e do Conselho de Relatórios Financeiros. Desse esforço resultou o Relatório Cadbury, que foi divulgado em dezembro de 1992, inspirado na prática do mercado de capitais norte-americano. Os principais temas abordados são os seguintes: a descrição das responsabilidades do conselho, a definição dos membros do conselho, realce à participação de membros independentes no conselho e disposição sobre a necessidade de comitês de conselho (especificamente um comitê de auditoria, um de nomeação e um de remuneração).

Na França, o grande passo foi dado com a publicação do Relatório *Vienot*, que recomenda transparência pública na remuneração dos diretores e conselheiros, a limitação de

até cinco conselhos em que um conselheiro pode exercer o cargo, a maximização do ganho dos acionistas, a criação de comitês, especialmente os de auditoria e remuneração e a eleição de conselheiros independentes.

As maiores empresas alemãs cultivavam o sigilo, a não-transparência, desconfiança, e, agora, empresas como Schering, Metro, Allianz, Deutsche Telekom, Dresdner Bank, Deutsche Bank e Hoechst, já vem aderindo a melhores práticas de governança corporativa. O maior problema na melhora nas práticas de governança corporativa na Alemanha vem sendo o sistema de dois níveis de conselhos, sendo que no Conselho Superior os sindicatos são representados por um “conselheiro do trabalho”. Isso gera conflito de interesses quando uma empresa precisa fechar uma fábrica ou fundir unidades ou tomar quaisquer decisões que afetem seus trabalhadores.

2.3.1 Sistemas de Governança Corporativa no mundo

O sistema de governança corporativa adotado pelas empresas depende, em grande parte, do ambiente institucional no qual está inserida. O Estado, através da definição dos sistemas financeiro e legal, modela a formação do mercado de capitais local e do grau de proteção dos investidores, influenciando o modelo de governança das empresas. Desta maneira, os países apresentam muitas diferenças entre seus sistemas de governança corporativa de suas empresas.

Segundo Shleifer e Vishny (1997, p.737) “a maior parte das economias de mercado avançadas tem resolvido seu problema de governança corporativa de uma forma no mínimo razoável, garantindo enormes fluxos de recursos para as empresas e o retorno dos lucros aos fornecedores de recursos.”. Entretanto, os problemas de governança observados no mercado acionário norte-americano em 2002 são evidências de que as economias desenvolvidas ainda não resolveram o problema da governança corporativa de forma ótima.

Existem grandes diferenças quando comparamos os principais sistemas de governança corporativa do mundo, como o anglo-saxão, o alemão e o japonês, mas tais diferenças entre eles são menores do que as diferenças com relação aos outros países menos desenvolvidos. Segundo Pagano, Panetta e Zingales (1998, p.40), “os mecanismos de governança corporativa da Itália são tão subdesenvolvidos que retardam de forma substancial o fluxo de capitais externos para as empresas”.

2.3.2 A Governança Corporativa nos Estados Unidos

Na década de 80, os investidores institucionais passaram a buscar maior transparência na administração das empresas na qual possuíam investimentos. Conforme Silveira (2002, p.20), uma das medidas iniciais adotada pelo *Califórnia Public Employees Retirement System (Calpers)* foi a seguinte: atuar decisivamente na criação, em 1985, do Conselho dos Investidores Institucionais (*CII – Council of Institutional Investors*), uma associação com o objetivo de cuidar dos interesses dos investidores institucionais e que atuou como importante organismo de *lobby* para alterar a legislação americana, de forma a melhor resguardar os interesses dos acionistas.

Segundo Carlsson (2001, p.29 apud SILVEIRA, 2002, p.20) o programa de governança corporativa do *Calpers* teve três etapas sobrepostas que, de uma forma geral retratam o desenvolvimento do tema governança corporativa nos Estados Unidos:

- 1-abuso de poder dos gestores;
- 2-direitos gerais dos acionistas;
- 3-criação de valor e o papel do conselho.

Devido às fortes pressões que os investidores institucionais exerceram nos Estados Unidos, com a atuação do fundo de pensão *Calpers* tendo iniciado o movimento de governança corporativa nos EUA. Silveira (2002, p.21) lembra que “mesmo iniciado o movimento, o *Calpers* não mudou sozinho o contexto da governança nos EUA. Contou com a participação de outras organizações como, *Council of Institutional Investors (CII)*, o *Institutional Shareholder Services (ISS)* e o *Teachers’ Insurance and Annuity Association – College Retirement Equities Fund (TIAA-CREF)*”. Tais instituições desempenharam papéis importantes, desenvolvendo seus próprios códigos de governança corporativa, onde as empresas adotariam todas as regras que eram determinadas pelos mesmos.

Para Lodi (2000, p.35) “a era da governança corporativa começou em 1992, quando foi derrubado Robert Stempel, presidente da General Motors (GM) e de seu Conselho de Administração”.

De acordo com a pesquisa realizada em 1994 pelo *Calpers* com as 300 maiores companhias dos EUA, mostrou que mais da metade estava desenvolvendo, ou já havia desenvolvido, diretriz de governança corporativa (SILVEIRA, 2002, p.21).

Com todas as mudanças impostas pelos investidores institucionais (fundos de pensão) no mercado norte-americano durante a década de 80 e 90, e devido a importância do mercado financeiro do país, estes investidores possuem uma enorme fonte de recursos para o financiamento das companhias no mundo inteiro. Com isso foi possível disseminar e pressionar as companhias a adotarem as práticas e normas da boa governança corporativa (LETHBRIDGE, 1997).

Conforme Okimura (2003, p.26) “o modelo de governança corporativa existente nos Estados Unidos, o Anglo-Saxão que se define em ambiente onde a propriedade das companhias está pulverizada (vários acionistas) com pouco poder individual devido á pequena parcela de propriedade”. Mas este modelo está protegido por um mercado acionário com alta liquidez e uma forte proteção legal aos acionistas minoritários.

Mesmo sendo uma questão muito difícil definir o modelo anglo-saxão como um modelo ideal, deve-se ressaltar a fundamental importância do mercado norte-americano como financiador para as empresas de todo o mundo, tendo seus investidores institucionais uma atuação muito importante para disseminação dos padrões de governança corporativa em todo o mundo (LETHBRIDGE, 1997).

Buscando aumentar a confiança do investidor norte-americano no mercado de capitais, após os recentes escândalos contábeis que abalaram a economia norte americana, em 30 de julho de 2002 o governo decide sancionar a lei *Sarbanes-Oxley Act*, que levou o nome de seus idealizadores, Paul Sarbanes e Michael Oxley, a qual acaba com o sistema de auto-regulação do mercado, definindo uma lei mais rígida para as companhias que optarem negociar suas ações na Bolsa dos Estados Unidos.

2.3.2.1 A Importância da lei *sarbanes-oxley* para a GC nos Estados Unidos

A Lei *Sarbanes-Oxley* foi uma resposta dada pelos congressistas estadunidenses aos escândalos financeiros e corporativos dentre eles destaca-se o que envolveu a empresa Enron, tal lei foi escrita com o intuito de evitar uma debandada de investidores e um enfraquecimento dos investimentos financeiros em decorrência da insegurança dos investidores no que diz respeito a governança ideal das empresas.

A *Sarbanes–Oxley* tem uma vasta abrangência abordando desde questões de governança corporativa e de responsabilidade dos gestores até regras para negociação de títulos e *disclosure*.

Depois da Lei as empresas passaram a ter prazos mais curtos para entrega de documentos à *Securities and Exchange Commission* (SEC), o equivalente ao que seria CVM no Brasil, as empresas passaram a ter que divulgar fatos relevantes em tempo real e são obrigadas a apresentar os resultados de acordo com a *Generally Accepted Accounting Principles* (GAAP).

Como tentativa de que as empresas não escondam fatos que possam impactar na decisão dos investidores, por esta Lei também as companhias são obrigadas a relatar informações materiais com maior frequência para a SEC.

Como tentativa de pôr um fim á praticas obscuras de contabilidade como descobertas em 2001 e 2002, junto com a nova Lei foi criado um Conselho Superior de Contabilidade (*Public Company Oversight Board*), que é responsável pela fiscalização das auditorias das companhias abertas, estabelecendo padrões na preparação de relatórios de auditoria.

Esta lei também se aplica às organizações estrangeiras que possuem ações registradas na SEC, que dita o escopo e a aplicação das leis ao mercado de capitais norte-americano. Naturalmente todas as empresas brasileiras que tem ADRs³ negociadas no mercado americano, estão sujeitas a *Sarbanes-Oxley*, Abaixo descrevemos as premissas da Lei *Sarbanes-Oxley*:

- ♣ Conformidade Contínua: As informações financeiras e os controles internos relativos a elas devem ser mantidos sob efetivo controle dos executivos responsáveis. Os executivos devem prestar contas disto trimestralmente.
- ♣ Avaliação Contínua: Para atender a conformidade contínua testes freqüentes e validações dos controles internos devem ser executados
- ♣ Conhecimento: As autoridades querem saber quem estava em qual sistema, fazendo o que, porque estavam fazendo, tinham autorização para isto e por quanto tempo ficam nele.

As normas exigidas pela SEC para com as companhias de capital aberto norte americanas são muito rigorosas no que diz respeito à transparência e responsabilidade administrativa.

³ Os ADRs são papéis emitidos e negociados somente nos EUA, que representam a propriedade de ações de empresas brasileiras. Todos os direitos adquiridos pelos acionistas do país de origem - dividendos, subscrição, desdobramento - são oferecidos pelo ADR.

De acordo com o artigo 302 da *Sarbanes-Oxley* o *Chief Esecutive Officer* (CEO) e o *Chief Financial Officer* (CFO) tem que assinar uma declaração que garante que as demonstrações financeiras representam a real situação financeira da empresa, os ocupantes de tais cargos tem a responsabilidade de: Desenvolver controles internos que garantam que as informações necessárias, da empresa e das subsidiárias cheguem aos administradores sem distorção; supervisionar o processo de preparação de relatórios financeiros; avaliar a eficácia dos controles internos três meses antes da entrega do relatório; apresentar no relatório as conclusões sobre a eficácia desses controles.

Também como o objetivo de melhorar a autonomia das diretorias das companhias abertas. De acordo com a Lei, tais companhias deverão ter um comitê de auditoria, constituído por membros da direção, com o objetivo de supervisionar os procedimentos contábeis e sua divulgação de resultados. Conforme a SEC, as bolsas não podem listar nenhuma companhia que não esteja cumprindo as seguintes condições:

- ♣ Todos os membros do comitê de auditoria devem ser independentes;
- ♣ O comitê deve ser responsável diretamente pela nomeação, contratação, remuneração e supervisão do trabalho de qualquer empresa de auditoria independente;
- ♣ O comitê de auditoria deve estabelecer procedimentos para recebimento e tratamento de reclamações, no que diz respeito a contabilidade, controles internos ou questões de auditoria, assim como criar procedimentos específicos para o recebimento confidencial de informações de empregados que estejam preocupados com praticas contábeis questionáveis;
- ♣ O comitê tem autoridade de contratar advogados independentes e outros conselheiros;
- ♣ A companhia emissora tem que fornecer recursos adequados para autonomia do comitê de auditoria.

A partir do surgimento da *Sarbanes-Oxley* o mercado norte americano teve um incremento positivo, no sentido regulatório e normativo, sendo muito abrangente, a Lei pode fechar lacunas regulatórias, ampliar as responsabilidades dos gestores, melhorando o nível de transparência das empresas e qualidade das informações e relatórios divulgados.

2.3.3 A Governança Corporativa no Reino Unido

Assim como nos Estados Unidos, a pulverização do controle acionário também é uma característica da grande maioria das companhias abertas do Reino Unido, caracterizando ambos os países dentro do chamado modelo anglo-saxão de governança corporativa. Segundo Carlsson (2001, p.51), “uma série de escândalos nos mercados corporativo e financeiro no final dos anos oitenta levou o governo do Partido Conservador a deixar claro que medidas legislativas iriam ser tomadas caso o próprio mercado não se estruturasse de forma a prevenir a ocorrência de novos escândalos”.

Como consequência de tais escândalos, a bolsa de valores de Londres (*London Stock Exchange*), apoiada por outros organismos, formou um comitê destinado a revisar os aspectos de governança corporativa relacionados às práticas de contabilidade e aos relatórios financeiros. Este grupo de trabalho, denominado Comitê *Cadbury*, publicou em dezembro de 1992 um relatório que constituiu o marco inicial do movimento da governança corporativa no país, intitulado *The Financial Aspects of Corporate Governance*.

A crescente pressão por parte dos investidores institucionais para a definição de regras sobre algumas questões importantes não abordadas no Comitê *Cadbury*, principalmente relacionadas à remuneração dos executivos e conselheiros, levou a formação de um grupo de trabalho denominado Comitê *Greenbury* em 1995, cujo relatório trouxe importantes avanços na determinação de práticas de governança ligadas à remuneração dos administradores.

Em novembro de 1995, a bolsa de valores de Londres, em conjunto com diversas entidades, formou outro grupo de trabalho destinado a elaborar altos padrões de governança corporativa. Este grupo, denominado Comitê *Hampel*, tinha como objetivo revisar o relatório do Comitê *Cadbury* e aproveitar os principais pontos do Comitê *Greenbury*. Além dos aspectos de responsabilidade e remuneração dos gestores e conselheiros, analisados nos comitês anteriores, o Comitê *Hampel* também discutiu a principal responsabilidade do Conselho de Administração, definindo-o como órgão que deve promover o aumento da prosperidade das empresas no longo prazo. Desta forma, o Comitê *Hampel* definiu governança corporativa dentro de uma dupla perspectiva, de responsabilidade e prosperidade do negócio. O relatório do Comitê *Hampel* foi publicado em janeiro de 1998 e, após o recebimento de sugestões da sociedade civil, foi alterado e lançado com título de *Combined Code* em julho de 1998. Este código de governança corporativa foi incorporado como uma das exigências da bolsa de valores de Londres para listagem das companhias.

2.3.4 A Governança Corporativa na Alemanha

Durante os anos 90, as forças de mercado oriundas da globalização forçaram cada vez mais as empresas alemãs a adotarem os padrões internacionais de governança corporativa. Como exemplo, dessas forças de mercado estão o acesso das empresas alemãs às bolsas de Nova Iorque (*New York Stock Exchange*) e de Londres (*London Stock Exchange*), que exigem que elas adotem certas regras de transparência e divulgação de informações. O fortalecimento do mercado de ações alemão teve grande impulso em 1997, com a criação do Novo Mercado (*Neuer Market*) da bolsa alemã de Frankfurt, que tem o objetivo de captar capital de risco para novas empresas. Atualmente, a maioria das aberturas de capital na Alemanha acontece no *Neuer Market*, que possui regras mais rígidas de proteção e transparência aos investidores. Esta iniciativa tende a fazer com que as novas empresas alemãs já se estruturam dentro de alguns padrões internacionais de governança corporativa.

Segundo Carlsson (2001, p.62), o sistema de governança corporativa alemão possui três características distintas:

- ♣ O modelo de equilíbrio dos interesses dos stakeholders (todos os públicos envolvidos com a companhia) como objetivo primordial das empresas, ao invés da maximização da riqueza dos acionistas;
- ♣ O papel limitado do mercado de capitais no fornecimento do capital de risco;
- ♣ A gestão coletiva das empresas. A busca pelo equilíbrio dos interesses dos empregados, credores, fornecedores, etc. como objetivo das empresas é consequência do modelo alemão de industrialização, muito regulamentado e controlado pelo estado.

Atualmente, a lei exige a presença de representantes dos empregados nos conselhos das empresas alemãs (Conselho Supervisor), sendo que companhias com mais de 2000 empregados devem ter metade dos membros do Conselho Supervisor composto por representantes dos empregados. Carlsson (2001, p.63) afirma que este modelo de equilíbrio dos interesses foi reforçado por acontecimentos traumáticos ocorridos no século 20, como as duas guerras mundiais, hiperinflação, reformas monetárias e reintegração com a Alemanha Oriental, que fizeram com que o consenso e a colaboração se tornassem importantes valores sociais.

Outra característica do sistema de governança corporativa alemão é o subdesenvolvimento do mercado de ações, quando comparado com outras economias avançadas. Segundo Carlsson (2001, p.63)

A bolsa alemã (*Deutsche Börse*) é pequena sob todos os aspectos, com uma capitalização de mercado equivalente a metade da bolsa de Londres. Além disso, em 1998 sua capitalização em relação ao PIB alemão era de 51 por cento, contra 167 por cento da bolsa de Londres em relação ao PIB inglês. Em contrapartida a um fraco mercado de ações, o mercado de crédito é muito desenvolvido, com forte participação dos bancos nas empresas. Este desenvolvimento do mercado de crédito como substituto do mercado de ações data do século XIX, quando os grandes bancos passaram a fornecer, além do capital de curto e longo prazo, o capital de risco e a exercer as funções de proprietários ativos das empresas.

Uma marcante característica do modelo alemão é a gestão coletiva das empresas, na qual o Conselho de Gestão, responsável pela operação da companhia, indica um presidente para representar a empresa externamente e orientar o trabalho dos membros do conselho. Este presidente divide as decisões com os outros membros do conselho, não possuindo o papel de principal tomador de decisões, como no caso do diretor executivo no Brasil ou do *Chief Executive Officer* americano. Carlsson (2001, p.64) sugere que esta característica tem raízes históricas, advindas dos diversos problemas que a sociedade alemã enfrentou no século XX devido a líderes com poder excessivo.

2.3.5 A Governança Corporativa no Japão

Tendo em vista a necessidade de aprimoramento dos mecanismos de governança no país, a Federação Japonesa das Organizações Econômicas (*Japanese Federation of Economic Organizations*) publicou em 1997 um relatório denominado "Recomendações Urgentes com Relação à Governança Corporativa" (*Urgent Recommendations Concerning Corporate Governance*). Este relatório reconhece a necessidade de adaptação das empresas japonesas aos padrões internacionais de governança corporativa, como forma de manutenção da competitividade do país no século XXI. O relatório sugere às empresas japonesas a adoção de suas próprias diretrizes de governança e a busca por um melhor funcionamento do Conselho de Administração. Além disso, recomenda a ampliação da função dos auditores e melhorias na transparência das informações ao mercado.

Em 1998, foi a vez do Fórum de Governança Corporativa do Japão (*Corporate Governance Forum of Japan*) estabelecer um comitê de governança corporativa que elaborou um relatório denominado Princípios de Governança Corporativa - Uma Visão Japonesa (*Corporate Governance Principles - A Japanese View*). Este relatório, apesar de ter como base o *Combined Code* britânico, elaborou diretrizes mais modestas, como a necessidade de explicação formal das empresas em caso de unificação dos cargos de presidente do conselho e presidente da companhia e a recomendação para diminuição do tamanho dos atuais conselhos de Administração, com 50 a 60 conselheiros.

Segundo o relatório, o documento deve evoluir para um código de governança a ser seguido pelas empresas japonesas. Algumas empresas, como a Sony, já se anteciparam, reduzindo seu Conselho de Administração de 50 para 10 membros, se tornando um exemplo que pode ser seguido por outras corporações.

Como decorrência da cultura coletivista da sociedade japonesa, o objetivo das empresas no Japão tem sido a busca pelo equilíbrio dos interesses dos *stakeholders* e a garantia de emprego vitalício para seus funcionários. Segundo Carlsson (2001, p.80) uma consequência da política de emprego vitalício é a priorização, por parte das empresas, de metas de crescimento absoluto e de participação no mercado ao invés da maximização dos lucros. Entretanto, a pressão internacional por maior competitividade vem fazendo com que, como forma de sobrevivência, muitas empresas japonesas tenham que abandonar a política do emprego vitalício.

Outra característica marcante do sistema corporativo japonês são os *keiretsu*, conglomerados de várias empresas e bancos unidos por redes de participações cruzadas entre eles. Os bancos são a principal fonte de recursos para as empresas, exercendo o papel de financiadores dos conglomerados. Como as taxas de juros no Japão são muito baixas, o reduzido custo dos recursos acaba sendo um motivo adicional para diminuição do incentivo pela priorização da lucratividade.

As empresas japonesas utilizam o modelo de um único Conselho de Administração. Segundo Carlsson (2001, p.85) o conselho típico das grandes empresas japonesas é composto exclusivamente por executivos da companhia, que são indicados como recompensa por serviços prestados. Desta forma, conselhos grandes, com cerca de 50 membros, são comuns nas grandes companhias japonesas. Quase sempre o homem forte do conselho é o presidente da companhia, que é responsável pela seleção dos novos conselheiros e possui mais poderes do que o presidente do conselho. Portanto, um conselho típico japonês,

com número excessivo de membros e composição exclusivamente interna, tem funções meramente cerimoniais, não sendo um agente eficaz de governança corporativa.

2.3.6 A Governança Corporativa na França

Os relatórios *Vienot* são considerados o marco inicial no debate sobre governança corporativa na França. Estes relatórios abordam questões delicadas, como a proposta para separação dos cargos de presidente do conselho e presidente da diretoria, acabando com a figura do *Président Directeur Générale* (PDG). Além disso, fazem recomendações semelhantes a outros códigos das melhores práticas de governança corporativa, como a constituição de comitês no Conselho de Administração, a presença de um mínimo de conselheiros independentes e a divulgação do montante e forma de remuneração da diretoria executiva e Conselho de Administração.

Segundo Carlsson (2001, p.75) com o objetivo de aproximar a governança corporativa francesa aos padrões exigidos pelos fundos de pensão internacionais (para recebimento de investimentos) e pelas bolsas de valores americanas e inglesas (para listagem), foi elaborado em 1995 um relatório denominado Relatório *Vienot*, em homenagem ao líder da comissão e PDG do Banco *Société Generale*, Marc Vienot. Este relatório foi aprimorado em 1999, com o lançamento de um segundo relatório com o mesmo nome.

Segundo Charkham (1994) apud Carlsson (2001, p.70) a França é um país muito peculiar na estrutura de governança das suas empresas, apresentando basicamente dois sistemas de governança corporativa, os Sistemas I e II. O Sistema I é o mais comum, sendo caracterizado por um único Conselho de Administração e pela presença de um líder da organização que combina os cargos de presidente do conselho e diretor executivo, denominado *Président Directeur Générale* (PDG). Neste sistema, há uma concentração de poder, pois o papel do PDG é descrito por lei e os cargos de diretor executivo e presidente do conselho não podem ser separados. O Sistema II foi uma alternativa criada pelo poder público nos anos sessenta, inspirada pelo modelo alemão.

Neste sistema, utilizado apenas por um pequeno percentual das empresas, existem dois conselhos, o Conselho de Administração (*Conseil de Surveillance*) e o Conselho de Gestão (*le Directoire*).

A presença do Estado através do controle direto das empresas tem sido outra característica marcante do sistema de governança francês. Esta característica data desde o

início da industrialização francesa, principalmente nos serviços de utilidade pública, como eletricidade e ferrovias. Entretanto, a forte onda de privatizações ocorrida nos anos noventa fez com que a presença do Estado nas empresas tenha se tornado cada vez menor.

De maneira geral, as características do sistema francês, de poder centralizado na figura do PDG e forte presença estatal, fazem com que a governança corporativa do país ainda não se enquadre nos padrões de transparência, responsabilidade e preocupação com todos os acionistas exigidos pela maioria dos códigos de governança. Entretanto, a tendência é que as empresas francesas rapidamente adotem melhores práticas de governança corporativa, pois, por ser um país com pequena presença de fundos de pensão domésticos e baixo investimento *per capita* no mercado acionário, seu mercado de capitais é muito dependente de investidores institucionais estrangeiros, que exigem um aprimoramento das práticas de governança corporativa.

2.4 A Governança Corporativa no Brasil

O panorama da governança corporativa no Brasil passou por freqüentes e profundas alterações. Nos anos 50 e 60, se encontrava como presença predominante do acionista controlador familiar, que eram ao mesmo tempo acionistas majoritários e responsáveis pela gestão da maioria das empresas no país. Na década de 70, começam a surgir os primeiros conselhos de administração, com divisão de poder dentre os acionistas e os profissionais responsáveis pela gestão das empresas, e autonomia. BORGES; SERRÃO, (2005), citam os casos do Mappin, Docas de Santos, Villares e Monteiro Aranha como exemplos de tais conselhos com autonomia e divisão de poder.

Temos no ano de 1976 à Nova Lei das Sociedades Anônimas que prevê a divisão de poderes entre diretoria e o conselho de administração das empresas, também oferecendo cinco linhas básicas de orientação sendo descritas abaixo:

- 1- Proteção do acionista minoritário;
- 2- Responsabilização do acionista controlador;
- 3- Ampla diversificação dos instrumentos de fiscalização colocados à disposição dos acionistas;
- 4- Diferenciação entre Companhias abertas e fechadas;
- 5- Definição dos interesses fundamentais que a sociedade anônima representa.

A década de 1980 foi marcada pelo surgimento e crescimento dos grandes fundos de pensão, fundos de investimento, fortalecimento da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE), Bovespa e da Bolsa do Rio. A abertura comercial, estabilização monetária e as privatizações ocorridas nos anos 1990, geraram importantes conseqüências nas principais empresas nacionais. Com isso foi possível notar um significativo aumento do poder dos conselhos, assim como a forte presença de um mercado de investidores institucionais. Como coloca em evidência Siffert Filho (2000 p. 20) em estudo realizado sobre mudanças no controle societário das cem maiores empresas não-financeiras da economia brasileira na década de 1990 surgiram novas formas de governança corporativa, em especial aquelas provenientes do controle acionário compartilhado.

O grande ciclo de privatizações iniciado nesta década foi um dos fatores determinantes para o surgimento esta transformação, onde no que diz respeito às empresas privatizadas a questão da governança corporativa ganha uma dimensão maior, pois com as separações entre gestão e controle acionário, novas formas de delegação, controle e incentivo sobre o desempenho dos administradores passaram a ser arquitetadas pelos acionistas controladores.

Conforme estudo realizado por Siffert Filho (2000) encontra-se duas importantes tendências, dentro do processo de mudança no controle societário observado no grupo das cem maiores empresas brasileiras não financeiras:

- ♣ Ampliação da participação do capital estrangeiro (a participação das empresas estrangeiras no total das receitas do grupo de cem empresas aumentou de 27% para 38% no período de 1990 á 1997);
- ♣ As empresas familiares nacionais, apesar da existência de um núcleo robusto de empresas com sólida posição patrimonial e gestão moderna, em seu conjunto encontram-se sujeitas a pressões como: demanda por profissionalização da gestão, uma crescente necessidade de se estabelecer alianças estratégicas e limitações à estrutura de capital.

Num novo contexto onde o capital de risco tende a tornar-se a fonte de recursos menos custosa e mais ajustada em termos de governança financeira tendo-se em conta a redução das assimetrias de informações entre administradores das empresas e a fonte de capital, a figura tradicional do Dono de indústria, onde “quem não é dono de tudo não é dono de nada”, não se adéqua mais na nova realidade vivida pela economia e empresas nacionais.

É importante chamar a atenção, que a partir da década de 1990, com a abertura da economia brasileira, investidores estrangeiros começam a participar em proporção cada vez maior do capital das empresas brasileiras, inicialmente através de investimentos realizados

dentro do país e depois através da aquisição de ADR's representativos de ações de companhias nacionais nas bolsas americanas.

Ao listar suas ações nas bolsas americanas, as companhias abertas brasileiras foram obrigadas a seguir diversas regras impostas pela *Securities and Exchange Commission* (SEC), órgão regulador do mercado de capital norte americano, relacionadas a aspectos contábeis, de transparência e divulgação de informações, que nada mais são do que princípios de governança corporativa.

Junto a isso, essas companhias passaram a ter contato com práticas avançadas de relação com investidores, acionistas minoritários e analistas de mercado, aplicadas no mercado americano, que obrigaram estas empresas a aperfeiçoar suas políticas de divulgação de informações. As empresas brasileiras passaram a ter contato com acionistas mais exigentes e sofisticados, acostumados a investir em mercados com práticas de governanças corporativas mais modernas e avançadas que as aplicadas no mercado brasileiro.

Ainda reforçando a tendência do aprimoramento das práticas de governança corporativa, o processo de privatização dos anos 90 resultou, em muitos casos, no surgimento de grandes empresas privatizadas cujo controle passou a ser compartilhado entre vários grupos nacionais e internacionais.

A pesquisa “Panorama da Governança Corporativa do Brasil” conduzida em 2001 realizada em parceria pela McKinsey & Co., e Korn Ferry International, onde são enfocadas características da estrutura de propriedade e liderança das empresas nacionais e a organização e as práticas dos Conselhos de Administração, ajuda a entender que a economia brasileira vive um período de transição de grandes oligopólios, empresas de controle e administração exclusivamente familiar e controle acionário definido e altamente concentrado, com acionistas minoritários passivos e Conselhos de Administração sem poder de decisão, estamos caminhando para uma nova estrutura de empresa, marcada pela participação de investidores institucionais, fragmentação do controle acionário e pelo foco na eficiência econômica e transparência de gestão, destaca-se abaixo os seguintes fatores de pressão a favor destas mudanças:

- ♣ As privatizações;
- ♣ O movimento internacional de fusões e aquisições;
- ♣ O impacto da globalização;
- ♣ Necessidades de financiamento e, conseqüentemente, o custo do capital;
- ♣ A intensificação dos investimentos de fundos de pensão;

- ♣ A postura mais ativa de atuação dos investidores institucionais nacionais e internacionais

Apesar das transformações ocorridas, o Brasil ainda tem um mercado muito concentrado, Okimura, Silveira e Rocha (2004, p.8), fizeram um levantamento das empresas listadas na Bovespa no período de 1998 a 2002, e chegaram à conclusão de 76% na média em relação ao total das ações emitidas com direito a voto estavam nas mãos de um único controlador.

Outra característica importante das companhias abertas brasileiras é o alto índice de emissão de ações preferenciais (sem direito a voto). A emissão destas ações atua como mecanismo de separação entre propriedade e controle, permitindo aos majoritários manter o controle da empresa com uma fração menor de capital da empresa do que seria necessário no caso de todas as ações possuírem direito a voto. Aumentando o incentivo para expropriação da riqueza dos pequenos investidores.

Segundo a CVM, hoje se cometem diversas irregularidades que prejudicam o alinhamento de interesses entre *stakeholders*⁴ das empresas. Destacando as seguintes: criação de condições artificiais de demanda; pareceres de auditoria irregulares; utilização de informação privilegiada na negociação de ações; alienação de controle sem a realização de oferta pública para a compra de ações ordinárias (*tag-along*); abuso de poder do acionista controlador pela concessão de empréstimos a empresas coligadas sem cobrança de encargos financeiros; descumprimento dos prazos para publicação de demonstrações financeiras e para realização de assembléias gerais; infringência do dever de informar dos administradores em operações com base em operações com base em informação privilegiada, não disponível ao público investidor; elaboração, auditoria, divulgação das demonstrações financeiras.

2.4.1 Mudanças recentes

Os últimos anos foram marcados por uma maior preocupação por parte das empresas, órgãos reguladores, investidores e governo no que diz respeito à boa prática da governança corporativa, podendo se destacar uma série de iniciativas que refletem tal panorama, como a alteração da lei das Sociedades Anônimas, o Novo código Civil, a Lei de

⁴ *Stakeholder*: entende-se por Stakeholders aqueles que possam afetar ou são afetados pelas atividades de uma empresa. Estes grupos ou indivíduos são o público interessado (*stakeholders*), que segundo Freeman deve ser considerado como um elemento essencial na planificação estratégica de negócios.

Recuperação de Empresas, a criação do Novo Mercado, o incremento de poderes á CVM que passa a ter papel de uma agência reguladora com administração totalmente independente, autonomia financeira e com dirigentes com mandato fixo de cinco anos. Borges e Serrão (2005), em artigo publicado na revista do BNDES chamam atenção para as iniciativas tomadas por empresas que demonstram preocupação de um maior alinhamento de interesses. Destacando dentre as iniciativas empresas que tem em seus estatutos cláusulas que asseguram *tag-along* a 90% do preço obtido pelos controladores e ainda oferta de permuta para os detentores de ações sem a cláusula de *tag-along*; outras, que asseguram um *tag-along* a 100% do preço do controlado, e aquelas nas quais todas as ações são ordinárias e possuem *tag-along* diferenciado.

Como consequência do aporte de grandes quantidades de capitais internacionais no Brasil, o mercado entra em contato com investidores acostumados a práticas mais evoluídas de governança corporativa, tais investidores acostumados com práticas melhores de governança corporativa condicionam seus investimentos e vêm com melhores olhos as empresas que adotam melhores práticas ou práticas mais semelhantes de governança corporativa aos seus países de origem.

2.4.2 Mudanças na lei das Sociedades Anônimas

São evidentes as mudanças ocorridas na conjuntura e estrutura do mercado Brasileiro desde a época da implementação da Lei 6.404/76 e o cenário atual. A reforma da Lei teve como objetivo central o fortalecimento do mercado de capitais brasileiro, agregando mais transparência e credibilidade.

A reforma efetuada na Lei das S.A traz um conjunto de novas regras que, buscam dar uma maior proteção aos acionistas minoritários, inspiradas em modernas concepções de governança corporativa, principalmente no que diz respeito à proteção dos interesses patrimoniais dos acionistas minoritários, incrementando a transparência e a prestação de contas da administração das companhias.

Como já comentado anteriormente a reforma também trouxe, através da Medida Provisória nº 8 e do Decreto 3995, ambos de 31 de outubro de 2001, diversas modificações na Lei do Mercado de Valores Mobiliários (Lei 6.385/76), particularmente quanto à estrutura da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), visando conferir ao órgão regulador maior autonomia para exercer seu poder de polícia do mercado de capitais. Com suas novas

atribuições, a CVM teve uma ampliação substancial de seus poderes na regulação e fiscalização do mercado financeiro.

No que diz respeito às principais inovações, pode-se destacar:

- ♣ A proporção entre ações ordinárias e preferenciais passa a ser de 50% para as companhias constituídas a partir da nova lei.
- ♣ Modificação das vantagens atribuídas às ações preferenciais, visando a fazer das mesmas um produto mais atraente para o investidor.
- ♣ Retorno do direito de recesso em determinadas hipóteses de cisão de companhia.
- ♣ Os acionistas ordinários que representem no mínimo 15% do capital votante da companhia aberta e os acionistas preferenciais que representem no mínimo 10% do capital total têm direito, cada qual, a eleger e a poder destituir, por votação em separado, um membro do Conselho de Administração, desde que comprovem titularidade ininterrupta por três meses de sua participação acionária.
- ♣ Explicitação das regras de atuação do conselheiro fiscal, que pode ser individual e a quem serão estendidos os mesmos deveres reservados aos conselheiros de administração.
- ♣ Melhoria no processo de divulgação de informações para assembleias, bem como alargamento de seu prazo de convocação.
- ♣ Oferta pública de aquisição obrigatória, por parte do adquirente do controle do capital de companhia aberta, das demais ações ordinárias por preço equivalente a no mínimo 80% do preço pago por cada ação do bloco de controle; ou opção, oferecida pelo adquirente do controle aos minoritários, de permanecer na companhia, mediante pagamento de prêmio equivalente à diferença entre o valor de mercado das ações e aquele pago por ação integrante do bloco de controle, hipótese denominada de tag along.
- ♣ O fechamento de capital da companhia deverá ser feito mediante oferta pública formulada pelo controlador ou pela própria companhia com vistas a adquirir a totalidade das ações em circulação. O preço da oferta deverá tomar como base um ou mais dos seguintes critérios: (i) patrimônio líquido contábil; (ii) patrimônio líquido avaliado a preços de mercado; (iii) fluxo de caixa

descontado; (iv) comparação por múltiplos; (v) cotação das ações no mercado; ou (vi) outro critério aceito pela CVM.

- ♣ Possibilidade dos estatutos sociais indicarem arbitragem como forma de solução dos conflitos entre a companhia e seus acionistas ou entre minoritários e controlador.
- ♣ Foi alterado o conceito de valor mobiliário que agora passa a incluir também novos instrumentos, sempre atentando para a natureza de apelo à poupança popular que através deles possa se buscar.
- ♣ A CVM passa a ter a natureza de entidade autárquica em regime especial, com personalidade jurídica e patrimônio próprio; passa a ter autonomia financeira, orçamentária e política, esta última garantida pela estabilidade de seus dirigentes; não estará subordinada hierarquicamente a qualquer outro órgão, embora esteja vinculada ao Ministério da Fazenda; e tem assegurada sua condição de autoridade administrativa independente, descabendo recurso na esfera administrativa de suas decisões, exceto no caso dos procedimentos sancionadores, nos quais cabe recurso ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional.
- ♣ Tipificação de crimes contra o mercado de capitais como manipulação de mercado, uso indevido de informação privilegiada e exercício irregular de cargo, profissão, atividade ou função.

2.4.3 A Criação do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa

Criado em 1995 com o nome original de Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração, foi renomeado em 1999 com o nome atual. É uma entidade independente sem fins lucrativos e foi o primeiro órgão voltado à discussão, desenvolvimento e disseminação da governança corporativa no país. O IBCG se responsabiliza pela difusão do tema da governança corporativa no país e o faz oferecendo cursos de capacitação assim como palestras com especialistas em governança corporativa.

Destacamos abaixo os objetivos encontrados no estatuto social do IBGC (2001):

- ♣ Ser no Brasil um importante fórum para assuntos relativos à Governança Corporativa;

- ♣ Desenvolver a capacitação profissional para que acionistas, sócios quotistas, diretores, administradores, auditores, membros de conselhos de Administração, Fiscal, Consultivo e outros, adotem e aprimorem boas práticas de Governança Corporativa;
- ♣ Desenvolver competência na atividade de conselhos de Administração, Fiscal, Consultivo e outros, para empresas e instituições que objetivem promover um sistema de excelência em Governança Corporativa;
- ♣ Formar profissionais qualificados para atuação em conselhos de Administração, Fiscal, Consultivo e outros;
- ♣ Divulgar e debater idéias e conceitos sobre Governança Corporativa, acompanhar e participar, com independência, de instituições que tenham propósitos afins, no âmbito nacional e internacional;
- ♣ Promover pesquisas sobre governança Corporativa;
- ♣ Contribuir para que as empresas adotem como diretrizes de governo a transparência, a prestação de contas (accountability) e a equidade, tendo em vista seu sucesso e perpetuação;
- ♣ Desenvolver material técnico sobre Governança Corporativa para publicações;
- ♣ Promover o desenvolvimento da cultura e difundir o conhecimento de idéias e valores, voltados à prática da boa governança corporativa, por via de palestras, cursos, seminários, simpósios, congressos, exposições e outras atividades congêneres.

Como resultado da necessidade de adoção das boas práticas de governança, foi publicado em 1999 o primeiro código sobre governança corporativa, elaborado pelo IBGC. O código trouxe inicialmente informações sobre o conselho de administração e sua conduta esperada. Em versões posteriores, os quatro princípios básicos da boa governança foram detalhados e aprofundados.

Em sua primeira edição o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa teve seu conteúdo voltado a discussões e reflexões voltadas a Lei das Sociedades Anônimas e com um foco principal a em questões que se relacionavam com os conselhos. O próprio Instituto reconhece posteriormente que uma série de lacunas no que se diz respeito ao tratamento das questões da governança corporativa foram deixadas, e com isso revisa e lança posteriormente outras duas novas versões uma em 2001 e outra em 2004. Onde tem se um tratamento mais completo de questões como a proteção dos acionistas minoritários, a transparência na prestação de contas, etc.

A 3ª edição do código é dividida em seis capítulos: Propriedade; Conselho de Administração; Gestão; Auditoria Independente; Conselho Fiscal; e Conduta e Conflito de Interesses. De acordo com o Instituto o código tem o objetivo de indicar um caminho para sociedades que buscam:

- ♣ Aumentar o valor da sociedade;

- ♣ Melhorar seu desempenho;
- ♣ Facilitar seu acesso a capital a custos mais baixos;
- ♣ Contribuir para sua perenidade (IBGC,2008);

Destacam-se abaixo os quatro princípios básicos do código:

- ♣ Transparência - as empresas devem divulgar de forma espontânea não só informações relacionadas com o desempenho financeiro, mas também outros fatores que podem direcionar as decisões empresariais e conduzir a criação de valor.
- ♣ Equidade – tratamento justo e igualitário a todas as partes envolvidas, como acionistas, clientes, colaboradores, etc.
- ♣ Prestação de contas (accountability) – prestação de contas dos agentes a quem os elegeu e responsabilização pelos atos durante o exercício e seus mandatos.
- ♣ Responsabilidade Corporativa – é importante a incorporação de aspectos de ordem social e ambiental na definição dos negócios e operações. A responsabilidade corporativa contempla os relacionamentos com a comunidade em que atua. (IBGC, 2008).

2.4.4 A participação do BNDES como indutor de práticas de Governança Corporativa

É importante ressaltar o papel do BNDES no desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil. Em outubro de 2000, o banco lançou um programa chamado “Programa de Apoio às Novas Sociedades Anônimas” que tem o intuito de auxiliar pequenas e médias empresas através de operações de capital de risco e estimular a adoção pelas mesmas de práticas mais avançadas de governança corporativa. (BNDES, 2000)

Tal participação se dá via subscrição de ações ou debêntures conversíveis em ações, no percentual de no máximo 35% no capital futuro da companhia. Para participar do programa são exigidas as seguintes condições:

- ♣ Abertura do capital da empresa deverá ser feita mediante oferta pública inicial com emissão de ações ordinárias, forma que deverá ser seguida a partir daí nas novas emissões;
- ♣ Conselho de Administração com mandato unificado e prazo de gestão não superior a um ano, permitida a reeleição;

- ♣ No segundo ano após a abertura de seu capital a empresa deverá apresentar suas demonstrações financeiras também de acordo com os padrões IAS⁵ ou US GAAP⁶;
- ♣ A alienação do controle ou de participação relevante no capital da companhia somente poderá ser contratada sob a condição de que o adquirente se obrigue à realizar oferta pública de aquisição das ações pertencentes aos acionistas minoritários, nas mesmas condições de pagamento ofertadas aos acionistas controladores, sendo total a oferta das ações da companhia, no caso de alienação de controle, e proporcional, no caso de aquisição de participação relevante;
- ♣ Adoção da arbitragem como forma de resolução de conflitos entre os acionistas e a companhia ou entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários;
- ♣ Implantação de um plano de opção de compra de ações para empregados;
- ♣ Nos casos de fechamento de capital ou de reembolso das ações de acionistas dissidentes, deverá ser utilizado o valor econômico da companhia, apurado por empresa especializada, como único parâmetro para definição do preço das ações de sua emissão.

As potenciais candidatas ao recebimento deste tipo de linha de crédito são empresas que possuam faturamento líquido anual de até R\$ 60 milhões no último exercício, atuem em nichos de mercado atraentes, detenham vantagens competitivas em seu mercado, com perspectiva de rápido crescimento e elevada rentabilidade e apresentem gestão idônea e eficiente.

No início de 2003 o BNDES introduziu exigências específicas à governança de qualidade em sua linha de financiamento por meio do Programa de incentivo à Adoção de Práticas de Governança Corporativa.

⁵ As normas IAS (*International Accounting Standard*) são normas internacionais de contabilidade. Inicialmente publicadas pelo IASC (International Accounting Standards Committee).

⁶ US GAAP: Generally Accepted Accounting Principles in the United States

2.4.5 Níveis de Governança Corporativa na Bovespa

No final dos anos 90 era evidente a crise de grandes proporções pela qual passava o mercado de ações no país. O número de companhias listadas na Bovespa tinha caído de 550 em 1996 para 440 em 2001. O volume negociado após atingir US\$ 191 bilhões em 1997 recuara para US\$ 101 bilhões em 2000 e US\$ 65 bilhões em 2001. Além disso, muitas companhias fechavam o capital e poucas abriam.

É nesse cenário que a Bovespa, em mais uma das medidas tomadas com o objetivo de reanimar o mercado, cria o Novo Mercado como um segmento especial de listagem de ações de companhias que se comprometam voluntariamente a adotar as boas práticas de governança corporativa. Numa necessária adaptação à realidade do mercado de ações brasileiro, são criados dois estágios intermediários: Níveis 1 e 2, que juntos com o Novo Mercado estabelecem compromissos crescentes de adoção de melhores práticas de governança corporativa.

A idéia que norteou a criação do Novo Mercado tem seu fundamento na constatação de que entre os diversos fatores que contribuem para a fragilidade do mercado de capitais brasileiro está a falta de proteção aos acionistas minoritários. Dessa forma, a valorização e a liquidez das ações de um mercado são influenciadas positivamente pelo grau de segurança que os direitos concedidos aos acionistas oferecem e pela qualidade das informações prestadas pelas empresas.

A ausência de regras adequadas de defesa dos interesses dos acionistas minoritários acarreta a exigência por parte dos investidores de um deságio sobre o preço da ação, causando uma desvalorização no valor de mercado das companhias. Dessa forma, é esperado que as empresas cujas ações estejam listadas em algum dos segmentos diferenciados de governança corporativa, nas quais os riscos envolvidos são minimizados, apresentem prêmios de risco consideravelmente reduzidos, implicando valorização do patrimônio de todos os acionistas. Relacionam-se as principais características dos segmentos de negociação de empresas com boas práticas de governança:

2.4.5.1 Nível 1

As Companhias Nível 1 se comprometem, principalmente, com melhorias na prestação de informações ao mercado e com a dispersão acionária. As principais práticas agrupadas no Nível 1 são:

- ♣ Manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% do capital;
- ♣ Realização de ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital;
- ♣ Melhoria nas informações prestadas trimestralmente, entre as quais a exigência de consolidação e de revisão especial;
- ♣ Prestação de informações sobre negociações de ativos e derivativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa;
- ♣ Divulgação de acordos de acionistas e programas de stock options;
- ♣ Disponibilização de um calendário anual de eventos corporativos;
- ♣ Apresentação das demonstrações do fluxo de caixa.

Em setembro de 2008, 44 companhias estavam listadas no Nível 1 de governança corporativa da Bovespa conforme detalhadas no Quadro 1:

NOME DA EMPRESA	NOME DA AÇÃO NO PREGÃO
ARACRUZ CELULOSE S.A.	ARACRUZ
BCO BRADESCO S.A.	BRADESCO
BCO CRUZEIRO DO SUL S.A.	CRUZEIRO SUL
BCO DAYCOVAL S.A.	DAYCOVAL
BCO ESTADO DO RIO GRANDE DO SUL S.A.	BANRISUL
BCO INDUSTRIAL E COMERCIAL S.A.	BICBANCO
BCO INDUSVAL S.A.	INDUSVAL
BCO ITAU HOLDING FINANCEIRA S.A.	ITAUBANCO
BCO PANAMERICANO S.A.	PANAMERICANO
BCO PINE S.A.	PINE
BCO SOFISA S.A.	SOFISA

(continuação)

NOME DA EMPRESA	NOME DA AÇÃO NO PREGÃO
BRADESPAR S.A.	BRADESPAR
BRASIL TELECOM PARTICIPACOES S.A.	BRASIL T PAR
BRASIL TELECOM S.A.	BRASIL TELEC
BRASKEM S.A.	BRASKEM
CENTRAIS ELET BRAS S.A. - ELETROBRAS	ELETROBRAS
CESP - CIA ENERGETICA DE SAO PAULO	CESP
CIA BRASILEIRA DE DISTRIBUICAO	P.ACUCAR-CBD
CIA ENERGETICA DE MINAS GERAIS - CEMIG	CEMIG
CIA FIACAO TECIDOS CEDRO CACHOEIRA	CEDRO
CIA PARANAENSE DE ENERGIA - COPEL	COPEL
CIA VALE DO RIO DOCE	VALE R DOCE
CONFAB INDUSTRIAL S.A.	CONFAB
CTEEP - CIA TRANSMISSAO ENERGIA ELETTRICA PAULISTA	TRAN PAULIST
DURATEX S.A.	DURATEX
FRAS-LE S.A.	FRAS-LE
GERDAU S.A.	GERDAU
ITAUSA INVESTIMENTOS ITAU S.A.	ITAUSA
KLABIN S.A.	KLABIN S/A
MANGELS INDUSTRIAL S.A.	MANGELS INDL
METALURGICA GERDAU S.A.	GERDAU MET
PARANA BCO S.A.	PARANA
PARANAPANEMA S.A.	PARANAPANEMA
RANDON S.A. IMPLEMENTOS E PARTICIPACOES	RANDON PART
S.A. FABRICA DE PRODS ALIMENTICIOS VIGOR	VIGOR
SADIA S.A.	SADIA S/A
SAO PAULO ALPARGATAS S.A.	ALPARGATAS
SUZANO PAPEL E CELULOSE S.A.	SUZANO PAPEL
ULTRAPAR PARTICIPACOES S.A.	ULTRAPAR
UNIBANCO HOLDINGS S.A.	UNIBANCO HLD
UNIBANCO UNIAO DE BCOS BRASILEIROS S.A.	UNIBANCO
UNIPAR UNIAO DE IND PETROQ S.A.	UNIPAR
USINAS SID DE MINAS GERAIS S.A.- USIMINAS	USIMINAS

(continuação)

NOME DA EMPRESA	NOME DA AÇÃO NO PREGÃO
VOTORANTIM CELULOSE E PAPEL S.A.	V C P

Quadro 1 – Empresas listadas no nível 1 de Governança Corporativa da Bovespa em setembro de 2008

Fonte: Bovespa (2008)

2.4.5.2 Nível 2

Para a classificação como Companhia Nível 2, além da aceitação das obrigações contidas no Nível 1, a empresa e seus controladores adotam um conjunto bem mais amplo de práticas de governança e de direitos adicionais para os acionistas minoritários. Resumidamente, os critérios de listagem de Companhias Nível 2 são:

- ♣ Conselho de Administração com mínimo de cinco membros e mandato unificado de um ano;
- ♣ Disponibilização de balanço anual seguindo as normas do US GAAP ou IAS;
- ♣ Extensão para todos os acionistas detentores de ações ordinárias das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia e de, no mínimo, 80% deste valor para os detentores de ações preferenciais;
- ♣ Direito de voto às ações preferenciais em algumas matérias, como transformação, incorporação, cisão e fusão da companhia e aprovação de contratos entre a companhia e empresas do mesmo grupo;
- ♣ Obrigatoriedade de realização de uma oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação neste Nível;
- ♣ Adesão à Câmara de Arbitragem para resolução de conflitos societários.

O quadro 2 contém listadas as 18 empresas que fazem parte do Nível 2 de governança corporativa da Bovespa em setembro de 2008:

NOME DA EMPRESA	NOME DA AÇÃO NO PREGÃO
ALL AMERICA LATINA LOGISTICA S.A.	ALL AMER LAT

(continuação)

NOME DA EMPRESA	NOME DA AÇÃO NO PREGÃO
ANHANGUERA EDUCACIONAL PARTICIPACOES S.A.	ANHANGUERA
BCO ABC BRASIL S.A.	ABC BRASIL
CENTRAIS ELET DE SANTA CATARINA S.A.	CELESC
ELETROPAULO METROP. ELET. SAO PAULO S.A.	ELETROPAULO
GOL LINHAS AEREAS INTELIGENTES S.A.	GOL
KROTON EDUCACIONAL S.A.	KROTON
MARCOPOLO S.A.	MARCOPOLO
MULTIPLAN - EMPREEND IMOBILIARIOS S.A.	MULTIPLAN
NET SERVICOS DE COMUNICACAO S.A.	NET
QUATTOR PETROQUIMICA S.A.	QUATTOR PETR
SANTOS BRASIL PARTICIPACOES S.A.	SANTOS BRP
SARAIVA S.A. LIVREIROS EDITORES	SARAIVA LIVR
SEB - SISTEMA EDUCACIONAL BRASILEIRO S.A.	SEB
SUL AMERICA S.A.	SUL AMERICA
TAM S.A.	TAM S/A
TERNA PARTICIPACOES S.A.	TERNA PART
UNIVERSO ONLINE S.A.	UOL

Quadro 2 – Empresas listadas no nível 2 de Governança Corporativa da Bovespa em setembro de 2008

Fonte: Bovespa (2008)

2.4.5.3 Novo mercado

O Novo Mercado surge com o objetivo de criar um ambiente mais adequado para que as companhias possam, a partir de melhores práticas de governança corporativa e maior transparência das informações, propiciarem maior segurança aos investidores e, conseqüentemente, reduzir seus custos de captação de recursos.

É o nível mais avançado de todos, abaixo estão relacionadas resumidamente as regras para listagem neste segmento:

- ♣ Realização de ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital;
- ♣ Manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações representando 25% do capital;
- ♣ Extensão para todos os acionistas das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia;
- ♣ Conselho de Administração com mínimo de cinco membros e mandato unificado de um ano;

- ♣ Disponibilização de balanço anual seguindo as normas do US GAAP ou IAS;
- ♣ Introdução de melhorias nas informações prestadas trimestralmente, entre as quais a exigência de consolidação e de revisão especial;
- ♣ Obrigatoriedade de realização de uma oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação no Novo Mercado;
- ♣ Prestação de informações sobre negociações envolvendo ativos e derivativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa;
- ♣ Apresentação das demonstrações de fluxo de caixa;
- ♣ Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado para resolução de conflitos societários.

O quadro 3 lista as empresas relacionadas no Novo mercado da Bovespa em setembro de 2008:

NOME DA EMPRESA	NOME DA AÇÃO NO PREGÃO
ABYARA PLANEJAMENTO IMOBILIARIO S.A.	ABYARA
ACUCAR GUARANI S.A.	GUARANI
AGRA EMPREENDIMENTOS IMOBILIARIOS S.A.	AGRA INCORP
AMERICAN BANKNOTE S.A.	ABNOTE
AMIL PARTICIPACOES S.A.	AMIL
ANGLO FERROUS BRAZIL S.A.	ANGLO BRAZIL
B2W - COMPANHIA GLOBAL DO VAREJO	B2W VAREJO
BCO BRASIL S.A.	BRASIL
BCO NOSSA CAIXA S.A.	NOSSA CAIXA
BEMATECH S.A.	BEMATECH
BMF BOVESPA S.A. BOLSA VALORES MERC FUT	BMF BOVESPA
BOVESPA HOLDING S.A.	BOVESPA HLD
BR MALLS PARTICIPACOES S.A.	BR MALLS PAR
BRASCAN RESIDENTIAL PROPERTIES S.A.	BRASCAN RES
BRASIL BROKERS PARTICIPACOES S.A.	BR BROKERS
BRASIL ECODIESEL IND COM BIO.OL.VEG.S.A.	ECODIESEL

(continuação)

NOME DA EMPRESA	NOME DA AÇÃO NO PREGÃO
BRASILAGRO - CIA BRAS DE PROP AGRICOLAS	BRASILAGRO
CAMARGO CORREA DESENV. IMOBILIARIO S.A.	CC DES IMOB
CIA CONCESSOES RODOVIARIAS	CCR RODOVIAS
CIA HERING	CIA HERING
CIA PROVIDENCIA INDUSTRIA E COMERCIO	PROVIDENCIA
CIA SANEAMENTO BASICO EST SAO PAULO	SABESP
CIA SANEAMENTO DE MINAS GERAIS- COPASA MG	COPASA
COMPANY S.A.	COMPANY
CONSTRUTORA TENDA S.A.	TENDA
COSAN S.A. INDUSTRIA E COMERCIO	COSAN
CPFL ENERGIA S.A.	CPFL ENERGIA
CR2 EMPREENDIMENTOS IMOBILIARIOS S.A.	CR2
CREMER S.A.	CREMER
CSU CARDSYSTEM S.A.	CSU CARDSYST
CYRELA BRAZIL REALTY S.A.EMPREENDE PART	CYRELA REALT
CYRELA COMMERCIAL PROPERT S.A. EMPR PART	CYRE COM-CCP
DATASUL S.A.	DATASUL
DIAGNOSTICOS DA AMERICA S.A.	DASA
DROGASIL S.A.	DROGASIL
EDP - ENERGIAS DO BRASIL S.A.	ENERGIAS BR
EMBRAER-EMPRESA BRAS DE AERONAUTICA S.A.	EMBRAER
EQUATORIAL ENERGIA S.A.	EQUATORIAL
ESTACIO PARTICIPACOES S.A.	ESTACIO PART
ETERNIT S.A.	ETERNIT
EVEN CONSTRUTORA E INCORPORADORA S.A.	EVEN
EZ TEC EMPREENDE. E PARTICIPACOES S.A.	EZTEC
FERTILIZANTES HERINGER S.A.	FER HERINGER
GAFISA S.A.	GAFISA
GENERAL SHOPPING BRASIL S.A.	GENERALSHOPP
GRENDENE S.A.	GRENDENE
GVT (HOLDING) S.A.	GVT HOLDING
HELBOR EMPREENDIMENTOS S.A.	HELBOR
HYPERMARCAS S.A.	HYPERMARCAS

(continuação)

NOME DA EMPRESA	NOME DA AÇÃO NO PREGÃO
IDEIASNET S.A.	IDEIASNET
IGUATEMI EMPRESA DE SHOPPING CENTERS S.A	IGUATEMI
INDUSTRIAS ROMI S.A.	INDS ROMI
INPAR S.A.	INPAR S/A
INVEST TUR BRASIL - DESENV.IMOB.TUR.S.A.	INVEST TUR
IOCHPE MAXION S.A.	IOCHP-MAXION
JBS S.A.	JBS
JHSF PARTICIPACOES S.A.	JHSF PART
KLABIN SEGALL S.A.	KLABINSEGALL
LE LIS BLANC DEUX COM CONFEC ROUPAS S.A.	LE LIS BLANC
LIGHT S.A.	LIGHT S/A
LLX LOGISTICA S.A.	LLX LOG
LOCALIZA RENT A CAR S.A.	LOCALIZA
LOG-IN LOGISTICA INTERMODAL S.A.	LOG-IN
LOJAS RENNER S.A.	LOJAS RENNER
LPS BRASIL - CONSULTORIA DE IMOVEIS S.A.	LOPES BRASIL
LUPATECH S.A.	LUPATECH
M.DIAS BRANCO S.A. IND COM DE ALIMENTOS	M.DIASBRANCO
MAGNESITA REFRATARIOS S.A.	MAGNESITA SA
MARFRIG FRIGORIFICOS E COM DE ALIM S.A.	MARFRIG
MARISA S.A.	MARISA
MEDIAL SAUDE S.A.	MEDIAL SAUDE
METALFRIO SOLUTIONS S.A.	METALFRIO
MINERVA S.A.	MINERVA
MMX MINERACAO E METALICOS S.A.	MMX MINER
MPX ENERGIA S.A.	MPX ENERGIA
MRV ENGENHARIA E PARTICIPACOES S.A.	MRV
NATURA COSMETICOS S.A.	NATURA
OBRASCON HUARTE LAIN BRASIL S.A.	OHL BRASIL
ODONTOPREV S.A.	ODONTOPREV
OGX PETROLEO E GAS PARTICIPACOES S.A.	OGX PETROLEO
PDG REALTY S.A. EMPREEND E PARTICIPACOES	PDG REALT
PERDIGAO S.A.	PERDIGAO S/A

(continuação)

NOME DA EMPRESA	NOME DA AÇÃO NO PREGÃO
PORTO SEGURO S.A.	PORTO SEGURO
PORTOBELLO S.A.	PORTOBELLO
POSITIVO INFORMATICA S.A.	POSITIVO INF
PROFARMA DISTRIB PROD FARMACEUTICOS S.A.	PROFARMA
REDECARD S.A.	REDECARD
RENAR MACAS S.A.	RENAR
RODOBENS NEGOCIOS IMOBILIARIOS S.A.	RODOBENSIMOB
ROSSI RESIDENCIAL S.A.	ROSSI RESID
SAO CARLOS EMPREEND E PARTICIPACOES S.A.	SAO CARLOS
SAO MARTINHO S.A.	SAO MARTINHO
SATPEL INDUSTRIAL S.A.	SATPEL
SLC AGRICOLA S.A.	SLC AGRICOLA
SPRINGS GLOBAL PARTICIPACOES S.A.	SPRINGS
TECNISA S.A.	TECNISA
TEGMA GESTAO LOGISTICA S.A.	TEGMA
TEMPO PARTICIPACOES S.A.	TEMPO PART
TOTVS S.A.	TOTVS
TPI - TRIUNFO PARTICIP. E INVEST. S.A.	TRIUNFO PART
TRACTEBEL ENERGIA S.A.	TRACTEBEL
TRISUL S.A.	TRISUL
WEG S.A.	WEG

Quadro 3 – Empresas listadas no novo mercado da Bovespa em setembro de 2008.

Fonte: Bovespa (2008)

3 PESQUISA E ANÁLISE DOS RESULTADOS

Faz parte desta pesquisa um total de 64 ações de empresas que optaram por aderir aos níveis diferenciados de governança corporativa e ao Novo Mercado da Bovespa. Sendo que 52 (cinquenta e duas) das ações que foram pesquisadas migraram para o Nível 1. Das outras ações, 5 (cinco) optaram por adotar o Nível 2, e 7 (sete) ações fazem parte do Novo Mercado. Conforme já evidenciado, a análise a ser realizada será através dos desvios padrões de 100 pregões anteriores e 100 pregões posteriores à migração.

A análise da diminuição ou aumento do risco será conduzida, por meio de inferências sobre comparações das variâncias das respectivas ações, antes e após a migração, conforme a teria apresentada em Chou (2005), que estabelece as significâncias das mudanças de propriedades, por meio da estatística F .

3.1 Teoria aplicada: Inferência sobre duas amostras de variâncias

Muito freqüentemente tem-se a necessidade de comparar duas discrepâncias de população, com o intuito de verificar se as mesmas são diferentes. Por exemplo, no caso deste trabalho pretende-se verificar a diferença de comportamento entre duas amostras tomadas, anteriormente e posteriormente, à migração para níveis diferenciados de governança corporativa.

O objetivo central da análise é obter uma conclusão sobre as discrepâncias entre variâncias de populações, tomando como base dados amostrais. Portanto, para esta atividade é necessário conhecer S_1^2 e S_2^2 (as variâncias das amostras 1 e 2).

Contudo, do ponto de vista matemático, é mais conveniente trabalhar com a relação entre as duas variâncias estimadas, ou seja, com S_1^2/S_2^2 . Isto porque a razão entre estas duas variâncias constitui uma razão de duas distribuições Qui-quadrada, portanto, seguindo uma distribuição F , como descrito a seguir:

$$F = \frac{S_1^2/\sigma_1^2}{S_2^2/\sigma_2^2} = \left(\frac{S_1^2}{S_2^2}\right)\left(\frac{\sigma_2^2}{\sigma_1^2}\right) \quad (1)$$

que tem um $\delta 1 = n1 - 1$ graus de liberdade no numerador e $\delta 2 = n2 - 1$ graus de liberdade no denominador, onde $n1$ é o tamanho da amostra 1 e $n2$ o tamanho da amostra 2.

Observa-se por meio da Eq. (1) que quando S_1^2 tende a igualar a σ_1^2 , a razão S_1^2/σ_1^2 para 1 e se S_2^2 tende para σ_2^2 , a razão S_2^2/σ_2^2 também tende para 1. Portanto, a estatística F tende para 1.

Contudo, devido as flutuações randômicas das amostras, espera-se que $\left(\frac{S_1^2}{\sigma_1^2}\right)\left(\frac{\sigma_2^2}{S_2^2}\right)$ seja levemente acima ou abaixo de 1. Assim, encontrar as probabilidades advindas da estatística F , sobre o quanto esta difere de 1, pode-se induzir a conclusões sobre a igualdade das variâncias das duas amostras e, conseqüentemente, sobre as duas populações. È este procedimento que se adotará na seqüência deste trabalho.

Assim, no estudo será estabelecido hipóteses sobre a razão dada pela Eq. (1), ta que a hipótese nula, H_0 estabelece que as variâncias σ_1^2 seja igual a σ_2^2 e, a hipótese alternativa, H_1 , o contrario. Portanto, partindo do pressuposto de que as populações sejam as mesmas (ou seja, $\sigma_1^2 = \sigma_2^2$), a relação dada pela Eq. (1) torna a seguinte:

$$F = \left(\frac{S_1^2}{S_2^2}\right) \quad (2)$$

Este pressuposto é verdadeiro, pois, no caso do estudo aqui conduzido, não existe motivos para que ás ações constituam populações com comportamento distinto, antes e após a migração.

Concluindo, deve realizar teste de hipóteses sobre as relações das variâncias, conforme Eq. (2), sobre o pressuposto de H_0 , no qual as amostras são iguais e sob o pressuposto de H_1 , de que as amostras são diferentes. Usaremos no estudo, como critério de decisão se se aceita H_0 ou H_1 , um nível de significância de 10% , o que induz uma confiabilidade de 90%.

3.2 O que significa P-valor

Quando se colhe uma amostra da população, não se sabe com certeza se alguma estatística (como a média) dessa amostra corresponde realmente à população. Considerando que a amostra cobre somente uma fração do todo, não se espera, em geral, que a estatística da amostra corresponda exatamente à da população.

Os testes de hipóteses são usados para verificar se as diferenças entre os valores da amostra e os valores da população são devidos ao acaso. Primeiramente, elabora-se uma hipótese sobre a população da qual a amostra foi retirada. Esta é chamada de hipótese nula, H_0 , porque propõe que não exista diferença entre a amostra e a população, conforme acima explicado. Em contrapartida, a hipótese alternativa, H_1 , é formulada para testar a hipótese contrária à hipótese nula e pode ser tanto para mais quanto para menos, tal que estabeleça diferenças entre as amostras.

Assim, os testes podem rejeitar ou aceitar a hipótese nula. Há dois possíveis tipos de erros quando realizamos um teste estatístico para aceitar ou rejeitar H_0 . Estes são:

- $\}$ **Erro do tipo I:** é o erro ao rejeitar H_0 quando, na realidade, H_0 é verdadeira. A probabilidade de cometer este erro do tipo I é designada por α (nível de significância). O erro do tipo I equivale a concluir que o tratamento é eficaz quando na verdade ele não é;
- $\}$ **Erro do tipo II:** é o erro ao aceitar H_0 quando, na realidade, H_0 é falsa. A probabilidade de cometer este erro do tipo II é designada por β .

Em um teste de hipóteses é obviamente desejável que se reduza ao mínimo as probabilidades de cometer os dois tipos de erros. Porém, a diminuição de se ter um erro implica no aumento de ter outro erro. Em geral, escolhe-se pela diminuição do erro que melhor convém ao estudo. A redução simultânea dos erros poderá ser alcançada pelo aumento do tamanho da amostra. No caso deste estudo fixou-se um nível de significância de 10%, o que conduz na possibilidade de cometer um erro do tipo II. Contudo, como se está interessado em verificar pequenas mudanças nas variáveis antes e após a migração para níveis diferenciados de governança, então, tal critério é mais apropriado.

O valor da probabilidade de se obter o efeito observado, dentro de certo nível de significância, dado que a hipótese nula seja verdadeira, é chamado de p-valor. Se o p-valor for menor que o nível de significância estipulado, rejeita-se a hipótese nula. Ao contrário, se o p-valor for maior, aceita a hipótese nula.

Vale ressaltar que um teste de hipóteses não prova nem desaprova hipóteses, no sentido matemático do termo, isto é, de uma demonstração. Na verdade, um teste de hipóteses é uma ferramenta para a tomada de decisões, mas que será sempre sujeita a erros.

3.3 Resultados e Análise

O Quadro (1) evidencia as empresas do mercado BOVESPA analisadas, por meio de suas ações ordinárias e preferenciais, cujos resultado estão caracterizadas nas Tabelas (1) e (2). A Tabela (1) apresentam as ações que diminuíram o risco após a migração aos Níveis de governança corporativa da Bovespa e, a Tabela (2) as ações que aumentaram o risco após a migração para os Níveis de governança corporativa da Bovespa.

EMPRESAS PARTICIPANTES
ARACRUZ CELULOSE S.A.
BCO BRADESCO S.A.
BCO ESTADO DO RIO GRANDE DO SUL S.A.
BCO ITAU HOLDING FINANCEIRA S.A.
BRADESPAR S.A.
BRASIL TELECOM PARTICIPACOES S.A.
BRASIL TELECOM S.A.
BRASKEM S.A.
CENTRAIS ELET BRAS S.A. - ELETROBRAS
CESP - CIA ENERGETICA DE SAO PAULO
CIA BRASILEIRA DE DISTRIBUICAO
CIA ENERGETICA DE MINAS GERAIS - CEMIG
CIA TRANSMISSAO ENERGIA ELET PAULISTA
CIA VALE DO RIO DOCE
CONFAB INDUSTRIAL S.A.
DURATEX S.A.
FRAS-LE S.A.
GERDAU S.A.
ITAUSA INVESTIMENTOS ITAU S.A.
KLABIN S.A.
MANGELS INDUSTRIAL S.A.
METALURGICA GERDAU S.A.
PARANAPANEMA S.A.
RANDON S.A. IMPLEMENTOS E PARTICIPACOES
ROSSI RESIDENCIAL S.A.
S.A. FABRICA DE PRODS ALIMENTICIOS VIGOR
SADIA S.A.
SAO PAULO ALPARGATAS S.A.
ULTRAPAR PARTICIPACOES S.A.
UNIBANCO UNIAO DE BCOS BRASILEIROS S.A.
UNIPAR UNIAO DE IND PETROQ S.A.
USINAS SID DE MINAS GERAIS S.A.-USIMINAS
VOTORANTIM CELULOSE E PAPEL S.A.
CENTRAIS ELET DE SANTA CATARINA S.A.
ELETROPAULO METROP. ELET. SAO PAULO S.A.
ETERNIT S.A.

(continuação)

EMPRESAS PARTICIPANTES
MARCOPOLO S.A.
SARAIVA S.A. LIVREIROS EDITORES
BCO BRASIL S.A.
CIA SANEAMENTO BASICO EST SAO PAULO
EMBRAER-EMPRESA BRAS DE AERONAUTICA S.A.
INDUSTRIAS ROMI S.A.
LIGHT S.A.
SAO CARLOS EMPREEND E PARTICIPACOES S.A.
TRACTEBEL ENERGIA S.A.

Quadro 4 – Empresas participantes do estudo

Nota-se na Tabela (1) que depois da data de adesão para os níveis diferenciados de governança corporativa, 41 ações, ou seja, 64,06% das ações que fazem parte desta pesquisa apresentaram uma redução no seu risco, medido por meio do seu desvio-padrão. Sendo que 23 ações, ou seja, 35,94% das ações apresentaram aumento do risco. Quando se leva em conta as ações que obtiveram diminuição do seu risco estatisticamente, sobre um nível de significância igual ou abaixo de 10%, constata-se que somente 26 ações apresentam uma diminuição significativa do risco após a migração aos níveis diferenciados de Governança Corporativa, contra 23 ações que obtiveram aumento do risco após a migração. Ou seja, podemos concluir enfaticamente que somente 40,62% das ações comprovam uma diminuição no seu risco, após a migração.

Sendo assim, a resposta à pergunta levantada na problemática do trabalho (“A adesão aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa e o Novo Mercado da Bovespa diminui ou aumenta o risco para os investidores?”) deve ser estabelecida, de modo que segundo os dados amostrais analisados, não podemos concluir que houve uma mudança consistente no que diz respeito ao nível de risco das ações analisadas. Portanto, sugere-se que seja aumentado o tamanho da amostra e novos estudos conduzidos no futuro, tal que se possam obter novas conclusões.

Tabela 1 – Ações com risco diminuído após Governança Corporativa Bovespa

<i>Códigos de Negociação</i>	<i>Segmento</i>	<i>Data Adesão</i>	<i>DPA</i>	<i>DPP</i>	<i>DPP2/DPA2</i>	<i>p_valor</i>
ARCZ3	N1	16/04/02	0,035401045	0,031624782	0,79803679	.1317117
ARCZ6	N1	16/04/02	0,031137167	0,029010007	0,86803544	.2413391
BBDC3	N1	26/06/01	0,026387708	0,025626215	0,94311704	.3856782
BBDC4	N1	26/06/01	0,02932382	0,026040926	0,78862721	.1195974
BRSR3*	N1	31/07/07	0,125133669	0,052899331	0,1787113	2.94e-16

(continuação)

<i>Códigos de Negociação</i>	<i>Segmento</i>	<i>Data Adesão</i>	<i>DPA</i>	<i>DPP</i>	<i>DPP2/DPA2</i>	<i>p_valor</i>
ITAU3*	N1	26/06/01	0,0191757	0,016325811	0,72484819	.0555299
ITAU4	N1	26/06/01	0,027818503	0,025318674	0,82835104	.175198
BRTO3*	N1	09/05/02	0,034600344	0,02765443	0,63880544	.0133887
BRKM5*	N1	13/02/03	0,037938154	0,032036363	0,71307305	.047048
ELET3*	N1	29/09/06	0,030497838	0,021968655	0,51888228	.0006249
ELET6*	N1	29/09/06	0,031579169	0,019683816	0,3885234	2.03e-06
CESP3*	N1	28/07/06	0,032464975	0,026150164	0,6488117	.0162369
CESP5*	N1	28/07/06	0,04043875	0,023737943	0,34458052	1.17e-07
PCAR4*	N1	29/04/03	0,023602985	0,020234598	0,73494579	.063603
CMIG3	N1	17/10/01	0,032924832	0,032538981	0,97669903	.4534317
CMIG4*	N1	17/10/01	0,031141391	0,026996158	0,75149815	.0784909
TRPL3	N1	18/09/02	0,020469441	0,018840593	0,84718294	.2054002
TRPL4*	N1	18/09/02	0,036959255	0,025942975	0,49271199	.0002536
GGBR3*	N1	26/06/01	0,084089913	0,058278629	0,48032019	.0001594
GGBR4	N1	26/06/01	0,034794911	0,033018472	0,90049746	.3015382
ITSA3*	N1	26/06/01	0,021037558	0,012581009	0,35763522	2.92e-07
ITSA4*	N1	26/06/01	0,025518456	0,021944149	0,73948387	.0674778
KLBN4	N1	10/12/02	0,034492777	0,03309739	0,92072764	.3409805
MGEL4*	N1	21/03/03	0,116431544	0,059420362	0,26045295	5.68e-11
GOAU3	N1	25/06/03	0,073162816	0,071984629	0,96805208	.4359984
GOAU4 *	N1	25/06/03	0,052227216	0,017282208	0,10949763	3.02e-24
PMAM4	N1	03/12/07	0,035777783	0,034745815	0,94314431	.3857325
SDIA4	N1	26/06/01	0,025430624	0,024595197	0,93537676	.3701392
ALPA3*	N1	15/07/03	0,087886148	0,042129926	0,22979498	1.24e-12
ALPA4 *	N1	15/07/03	0,03088229	0,019803918	0,41122856	7.11e-06
UBBR11	N1	26/06/01	0,03583435	0,032066311	0,80075365	.1353347
UNIP3*	N1	24/11/04	0,038140479	0,026375305	0,47821444	.000147
UNIP6 *	N1	24/11/04	0,022289239	0,019131248	0,73670928	.06509
VCPA4*	N1	14/11/01	0,030347404	0,020513064	0,45689662	.0000617
SLED4 *	N2	07/04/06	0,026052161	0,021657162	0,69105972	.0337312
BBAS3*	NM	28/06/06	0,036099851	0,021459804	0,35337895	2.18e-07
EMBR3	NM	05/06/06	0,021975973	0,019338883	0,77440214	.1025798
ROMI3*	NM	23/03/07	0,0385966	0,023770563	0,37929823	1.17e-06
LIGT3*	NM	28/07/05	0,068991518	0,0313983	0,20711944	4.37e-14
SCAR3*	NM	14/12/06	0,087321411	0,020174464	0,05337803	1.65e-37
TBLE3*	NM	16/11/05	0,031461541	0,021115585	0,45044965	.0000467

* ações que tiveram diminuição no seu risco sobre um nível de significância igual ou menor que 10%.

Tabela 2 – Ações com risco aumentado após Governança Corporativa Bovespa

<i>Códigos de Negociação</i>	<i>Segmento</i>	<i>Data Adesão</i>	<i>DPA</i>	<i>DPP</i>	<i>DPP2/DPA2</i>
BRAP3	N1	26/06/01	0,033245934	0,035794067	1,159164
BRAP4	N1	26/06/01	0,029228552	0,042654483	2,129682
BRTP3	N1	09/05/02	0,032348058	0,035785902	1,223848
BRTP4	N1	09/05/02	0,027419329	0,034437755	1,577452
BRTO4	N1	09/05/02	0,024808853	0,03136692	1,598565
VALE3	N1	12/12/03	0,01998852	0,024692138	1,526005
VALE5	N1	12/12/03	0,018238015	0,022662658	1,544068

(continuação)

<i>Códigos de Negociação</i>	<i>Segmento</i>	<i>Data Adesão</i>	<i>DPA</i>	<i>DPP</i>	<i>DPP2/DPA2</i>
CNFB4	N1	19/12/03	0,025202424	0,027470607	1,188097
DURA4	N1	05/05/05	0,019473356	0,085033495	19,06771
FRAS4	N1	11/11/04	0,023024273	0,030912182	1,802551
RAPT4	N1	26/06/01	0,025795291	0,04853554	3,54029
RSID3	N1	07/02/03	0,078001108	0,085672528	1,206373
VGOR4	N1	04/10/01	0,083778597	0,094679334	1,277157
UGPA4	N1	27/10/05	0,018986406	0,021485239	1,280545
UBBR3	N1	26/06/01	0,005388967	0,008310965	2,378438
UBBR4	N1	26/06/01	0,021679582	0,023680948	1,193154
USIM3	N1	11/10/07	0,026286474	0,042893701	2,662701
USIM5	N1	11/10/07	0,026100941	0,042386419	2,637188
CLSC6	N2	26/06/02	0,025668671	0,028311862	1,21655
ELPL4	N2	13/12/04	0,026517017	0,028568919	1,160749
ETER3	N2	02/03/05	0,012353518	0,080698962	42,67314
POMO4	N2	03/09/02	0,019009288	0,021423289	1,270108
SBSP3	NM	24/04/02	0,0251022	0,028823385	1,318458

4 CONCLUSÃO

Muito se tem comentado sobre a importância da adoção das práticas de governança corporativa para o desenvolvimento do mercado de capitais. O mecanismo de adesão voluntária, como os níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa e o novo mercado surgem como uma alternativa para a solução dos problemas de agência encontrados no nosso mercado.

A nova realidade nacional e internacional obriga as empresas que queiram captar recursos no mercado de capitais a adotarem melhores práticas de governança corporativa, principalmente no que diz respeito às relações com os acionistas minoritários, às informações prestadas ao mercado, assim como a estrutura de poder dentro da companhia.

Observou-se que as regras de governança corporativa estão associadas à realidade dos mercados aos quais elas são aplicadas. Por exemplo, em um mercado como o brasileiro onde há predominância de empresas com estrutura de propriedade concentrada, os principais problemas de governança se dá no relacionamento entre o acionista controlador e os minoritários, deixando em segundo plano os problemas decorrentes da separação entre propriedade e gestão, típicos de mercados onde a estrutura de capital é mais pulverizada.

A partir da análise dos resultados dos dados pesquisados neste trabalho. Observou-se uma diminuição do desvio padrão de 64,06% das ações que aderiram para qualquer um dos níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa. Sendo que sobre um nível de significância de 10%, 26 ações apresentaram diminuição no seu risco contra 23 que apresentaram aumento do seu risco após a migração para os níveis diferenciados de Governança Corporativa da Bovespa. Ao se comparar os resultados obtidos 100 pregões anteriores com os 100 pregões posteriores a migração para os níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa e o novo mercado. Com isso não foi possível confirmar a hipótese de que a adoção por parte das empresas aos níveis de governança corporativa da Bovespa contribui para a diminuição do risco das suas ações.

O autor sugere como tópicos para outros trabalhos a comparação dos resultados obtidos neste trabalho com outras pesquisas semelhantes em países onde o mercado financeiro se encontre em estado de desenvolvimento similar. Assim como a análise dos resultados financeiros obtidos pelas empresas que optaram pela adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa, e a comparação entre a geração de valor entre empresas que

compõem o mercado tradicional e empresas que adotam melhores práticas de governança corporativa.

REFERÊNCIAS

BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO (BOVESPA). Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br>>. Acesso em: 02 out 2008.

BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO (BOVESPA). Novo mercado. [S.l. : s.n.], 2006. Disponível em: <http://www.bovespa.com.br/pdf/Folder_NovoMercado.pdf>. Acesso em: 02 out 2008.

BORGES, Luiz Ferreira Xavier; SERRÃO, Carlos Fernandes de Borges. Aspestos da governança corporativa moderna no Brasil. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 12, n. 24, p. 111-148, dez. 2005. Disponível em: <<http://www.bndes.gov.br/conhecimento/revista/rev2405.pdf>>. Acesso em: 05 jun. 2008.

CARLSSON, R. *Ownership and value creation: strategic corporate governance in new economy*. Chichester: John Wiley, 2001.

CHOE, Ya Lun. *Statistical Analysis with business and economic applications*. Holt, Rinehart and Winston, 14-09-2005.

GROSS, Stanford; HART, Oliver. The cost and benefit of ownership: a theory of lateral and vertical integration. *Journal of Political Economy*, [S.l.], v. 94, p. 691-719, 1986.

GUJARATI, Damodar. *Econometria Básica*. 4. ed. São Paulo: Makron Books, 2006.

HOLDERNESS, Clifford G. A Survey of Blockholders and Corporate Control. In: FRBNY Economic Policy Review. [S.l. : s.n.], 2002. Disponível em: <<http://www2.bc.edu/~holderne/SurveyBlockholders.pdf>>. Acesso em: 08 ago. 2008.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). Origem da boa governança. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/Secao.aspx?CodSecao=18>>. Acesso em: 18 out. 2008.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam, v.3, n.4, p. 305-360, out. 1976.

LA PORTA, Rafael et al. Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam, v. 58, n. 1, p. 3-28, set. 2000.

LETHBRIDGE, Eric. Governança Corporativa. *Revista do Bndes*, Rio de Janeiro, v. 4, n. 8, dez. 1997.

LODI, J.B. *Governança corporativa*. Rio de Janeiro: Campus, 2000. 190p.

MILLSTEIN, Ira M. *Corporate governance: improving competitiveness and access to capital in global markets*. França: OECD, 1998.

OKIMURA, Rodrigo Takashi. Estrutura de propriedade, governança corporativa, valor e desempenho das empresas no Brasil. 2003. 120 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2003.

OKIMURA, R. T.; SILVEIRA, A. M.; ROCHA, K. C. Estrutura de propriedade e desempenho corporativo no Brasil. In: XXVIII Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação em Administração (ENANAP), 2004, Curitiba. *Anais...* Rio de Janeiro: ANPAD, 2004.

PAGANO, Marco; PANETTA, Fabio; ZINGALES, Luigi. Why do companies go public? an empirical investigation. *Journal of Finance*, [S.l.], v. 53, p. 27-64, fev./1998.

RABELO, Flávio; SILVEIRA, José Maria da. Estrutura de governança e governança corporativa: avançando na direção da integração entre as dimensões competitivas e financeiras. *Texto para discussão*, Campinas, n. 77, jul. 1999. Disponível em: <<http://www.eco.unicamp.br/Downloads/Publicacoes/TextosDiscussao/texto77.pdf>>. Acesso em: 05 jun. 2008.

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, [S.l.], v. 52, n. 2, p.737-783, jun. 1997.

SIFFERT FILHO, Nelson. Governança corporativa: padrões internacionais e evidências empíricas no Brasil nos anos 90. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 5, n. 9, p. 123-146, jun.1998.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli. *Governança Corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil*. 2002. 152 f. Dissertação (Mestrado) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli et al. Efeito dos acionistas controladores no valor das companhias abertas brasileiras. *Revista de Administração*, São Paulo, v. 39, n. 4, p. 362-372, out./dez. 2004.

THE ENCYCLOPEDIA ABOUT CORPORATE GOVERNANCE (ENCYCOGOV)..
Disponível em: <<http://www.encycogov.com>>. Acesso em: 11 nov. 2007.

VIEIRA, Solange Paiva; MENDES, André Gustavo Salcedo Teixeira. Governança corporativa: uma análise de sua evolução e impactos no mercado de capitais brasileiro. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 11, n. 22, p. 103-122, dez. 2004. Disponível em: <<http://www.bndes.gov.br/conhecimento/revista/rev2205.pdf>>. Acesso em: 08 ago. 2008.

WALD, Arnold. O governo das empresas. *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, Riberão Preto, n. 15, p. 55, 2002.

WILLIAMSON, John. A economia aberta e a economia mundial: um texto de economia internacional. Rio de Janeiro: Campus, 1996. 394p.