

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA  
CENTRO SÓCIO-ECONÔMICO  
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS**

**GOVERNANÇA CORPORATIVA:  
UMA ALTERNATIVA PARA O DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS  
BRASILEIRO**

**MICHAEL RODRIGO PALUDO**

**FLORIANÓPOLIS  
2004**

Dedico este trabalho ao meu pai Olirio (*in memoriam*)

*“Quem não vive o espírito do seu tempo, do seu tempo aproveita apenas os males”.*

*Voltaire*

Michael Rodrigo Paludo

**GOVERNANÇA CORPORATIVA:  
UMA ALTERNATIVA PARA O DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS  
BRASILEIRO**

Monografia submetida ao Departamento de Ciências Econômicas da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Santa Catarina como requisito para a obtenção de carga horária na disciplina CNM – 5420 – Monografia.

Área de concentração: Finanças Empresariais.

Orientador: Prof. Dr. Ricardo José de Araujo Oliveira

Florianópolis  
Faculdade de Ciências Econômicas da UFSC  
2004

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

A Banca Examinadora resolveu atribuir a nota **9,5** ao aluno **Michael Rodrigo Paludo** na disciplina CNM – 5420 – Monografia, pela apresentação deste trabalho.

---

Prof. José Antônio Nicolau, Dr.  
Chefe do Departamento do curso de graduação em Ciências Econômicas da UFSC

Banca Examinadora:

---

Prof. Ricardo José de Araujo Oliveira, Dr.  
Orientador

---

Prof. Lisandro Fin Nishi, Msc.  
Membro

---

Prof. Louis Roberto Westphal, Dr.  
Membro

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço em primeiríssimo lugar a minha mãe Therezinha e a minha irmã Deise pelo apoio financeiro e, principalmente, psicológico nesses difíceis 4 anos e meio na capital dos catarinenses. Superamos juntos todas as barreiras, como a falta de um computador pessoal e, todas as opiniões contrárias que diziam que não chegaríamos até aqui.

Agradeço ao Prof. Ricardo pela confiança depositada, pelas impressões e pelo apoio moral dado nesse momento tão singular que é a defesa de uma monografia. Acredito que as desavenças foram superadas e o que permanece é a perene relação de amizade entre professor e aluno.

Agradeço aos membros da banca pelas observações feitas.

Enfim, agradeço a todos que de alguma forma contribuíram para a realização desse trabalho.

## RESUMO

O objetivo principal do trabalho consiste em verificar as contribuições da chamada Governança Corporativa para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro. Para isso parte do pressuposto que a Sociedade Anônima é um local onde predomina o conflito de interesses entre as partes envolvidas nas transações. Os administradores ou acionistas controladores das empresas podem extrair vantagens prejudicando as partes mais frágeis das empresas, que seriam os acionistas em geral perante os primeiros e os minoritários perante os segundos. Para tentar conter este ímpeto é que surge na década de 1980, nos Estados Unidos, os preceitos teóricos da Governança Corporativa. Esta consiste, basicamente, em políticas que ofereçam ao acionista uma informação mais clara do posicionamento estratégico da empresa e das atitudes de seus administradores, de maneira que estes últimos, tenham objetivos que caminhem na mesma direção dos sócios-proprietários. Ela visa, dentre outros motivos, proteger as partes diretamente afetadas pela conduta da empresa. Para isso foram aprimorados os mecanismos de Governança Corporativa dos quais destacam-se: o Conselho de Administração, a estrutura de propriedade e o mercado de aquisição hostil. Existem dois sistemas de Governança Corporativa predominantes no mundo: o anglo-saxão com um viés *shareholder* e, o presente na Europa continental e Japão que tem um viés *stakeholder*. No Brasil, onde o mercado de capitais se mostrou, através dos tempos, subdesenvolvido e digno de pouca credibilidade, a Governança Corporativa ganhou muito mais um caráter de proteção legal aos acionistas minoritários. Isto deriva da estrutura de propriedade das empresas de capital aberto nacionais que apresentam, caracteristicamente, a maior parte das ações com direito a voto nas mãos do acionista controlador. Para resolver este embróglio e tentar desenvolver o mercado de capitais nacional é que foram criados os segmentos de Governança Corporativa da Bolsa de Valores de São Paulo, divididos em níveis 1 e 2 e Novo Mercado.

Palavras-chave: conflito de interesses, Governança Corporativa, desenvolvimento dos mercados de capitais.

## SUMÁRIO

<b>1. INTRODUÇÃO .....</b>	<b>11</b>
1.1 Problematização .....	12
1.2 Objetivos.....	15
1.2.1 Objetivo Geral .....	15
1.2.2 Objetivos Específicos.....	15
1.3 Metodologia .....	16
1.4 Estrutura do trabalho .....	17
1.5 Limitações do trabalho.....	18
<b>2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA .....</b>	<b>19</b>
2.1 Separação entre propriedade e controle .....	19
2.2 Teoria da Agência.....	24
2.3 Economia dos custos de transação .....	26
<b>3. UMA ANÁLISE DO CONCEITO E DOS SISTEMAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA PELO MUNDO.....</b>	<b>30</b>
3.1 Mecanismos de Governança Corporativa.....	31
3.1.1 Conselho de Administração .....	32
3.1.2 Estrutura de Propriedade .....	35
3.1.3 Mercado de aquisição hostil.....	37
3.2 Análise dos três principais sistemas de Governança Corporativa mundiais .....	38
3.2.1 A Governança Corporativa nos Estados Unidos .....	38
3.2.2 A Governança Corporativa na Europa .....	42
3.2.3 A Governança Corporativa no Japão .....	44
<b>4. A GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL .....</b>	<b>47</b>
4.1 Condições Estruturais do Mercado de Capitais brasileiro através dos tempos ....	48
4.2 Os níveis diferenciados de Governança Corporativa e o Novo Mercado da BOVESPA .....	53
4.2.1 Nível 1 de Governança Corporativa diferenciada da BOVESPA.....	54
4.2.2 Nível 2 de Governança Corporativa diferenciada da BOVESPA.....	55
4.2.3 O Novo Mercado da BOVESPA .....	57
4.2.4 O Índice de Governança Corporativa.....	59



4.3 O mercado de capitais e a Governança Corporativa nos dias atuais .....	61
<b>5. CONSIDERAÇÕES FINAIS E RECOMENDAÇÕES .....</b>	<b>64</b>
<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....</b>	<b>67</b>
<b>BIBLIOGRAFIA .....</b>	<b>73</b>

## LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

*ADR's – American Depositary Receipt*

ANBID – Associação Nacional de Bancos de Investimento

BID – Banco Interamericano de Desenvolvimento

BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social

BOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo

CCA – Certificado de Compra de Ações

CEO – *Chief Executive Officer*

CII – *Council of Institutional Investors*

CMN – Conselho Monetário Nacional

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

*DR's – Depositary Receipt*

FUNDECE – Fundo de Democratização do Capital das Empresas

GC – Governança Corporativa

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa

IBOVESPA – Índice BOVESPA

ISS – *Institutional Shareholder Services*

IGC – Índice de Governança Corporativa

NEI – Nova Economia Institucional

NM – Novo Mercado da Bolsa de Valores de São Paulo

OCDE – Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico

PAEG – Plano de Ação Econômica do Governo

PND – Programa Nacional de Desestatização

PIB – Produto Interno Bruto

SA (s) – Sociedade (s) Anônima (s)

SEC – *Securities Exchange Commission*

SOX – Lei Sarbanes-Oxley

## **LISTA DE GRÁFICOS**

Gráfico 1 – Evolução do IGC e IBOVESPA de 20/06/2001 até 02/09/2004.....61

## LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Interação da governança com os ambientes macroeconômico e microeconômico.....	28
Figura 2 – O problema de agência dos gestores e a Governança Corporativa.....	32

## LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Comparação entre as abordagens seguindo a teoria da agência e a economia dos custos de transação.....	29
Quadro 2 – Empresas que integram o nível 1 de Governança Corporativa diferenciada da BOVESPA.....	55
Quadro 3 – Empresas integrantes do nível 2 de Governança Corporativa diferenciada da BOVESPA.....	57
Quadro 4 – Empresas que integram o Novo Mercado da BOVESPA.....	59

## 1. INTRODUÇÃO

Nos últimos anos um assunto em particular tem ganho notoriedade entre os agentes envolvidos com o mercado de capitais brasileiro: é a chamada Governança Corporativa (GC). Esta se insere nos debates acerca do tema do desenvolvimento do mercado de capitais nacional, com destaque para o mercado acionário e seu papel no crescimento econômico.

A Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), coloca que o tema da GC tem um crescimento exponencial em termos de importância, pois com a privatização de boa parte das empresas estatais latino-americanas, a promoção do bem estar social e econômico fica cada vez mais a cargo do setor privado (OCDE, 2003).

Segundo a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), a GC auxilia a decisão de investimentos pois dá aos acionistas a possibilidade de verificar as formas de atuação dos gestores e o desempenho da empresa. O objetivo é que, por meio desta, os investidores tenham uma maior proteção contra desvios de conduta que, porventura, os indivíduos que detêm o controle administrativo da companhia possam tomar em detrimento da maioria. Com isto, espera-se que o valor da empresa seja aumentado, porque as boas práticas de GC tendem a reduzir o custo de capital e tornam, assim, o mercado de capitais nacional uma alternativa viável de captação de recursos (CVM, 2002).

Como argumentam Cavalcante e Misumi (2001), uma empresa que tem uma boa política de divulgação de informações reduz o risco de investimento e valoriza suas ações no mercado secundário<sup>1</sup>. Isto ocorre, porque quando os acionistas se sentirem mais seguros em relação ao rumo dos negócios passarão a exigir menores retornos sobre o capital investido. Além disso, esses podem se dispor a reinvestir os lucros conquistados, tornando-se uma fonte quase que permanente de capitalização da empresa.

---

<sup>1</sup> O mercado primário compreende o lançamento de novas ações no mercado, com aporte de recursos a companhia. Depois de ter ocorrido o lançamento inicial ao mercado, as ações passam a ser negociadas no mercado secundário que compreende os mercados de balcão, organizados ou não, e as Bolsas de Valores.

Ao elevar o nível de confiança dos investidores a GC incentiva o desenvolvimento e a eficiência do mercado de capitais brasileiro. Segundo Assaf (1999), economias desenvolvidas, tradicionalmente, costumam apresentar um sistema financeiro de qualidade que promove uma alocação eficiente de recursos entre poupadores e investidores viabilizando o crescimento econômico.

Nóbrega *et alli* (2000), acrescenta que a oferta de poupança, institucionalização e a intermediação financeira de qualidade têm incentivado o crescimento e a expansão dos mercados de capitais. Essas, estão intimamente ligadas ao desenvolvimento e a sofisticação da economia.

Infelizmente, como coloca Carvalho *et alli* (2000), os mercados de capitais das economias subdesenvolvidas (ou em desenvolvimento, emergentes) têm pequeno impacto sobre a atividade econômica e a acumulação de capital.

Esses mercados só serão viáveis, argumenta o autor, quando as características relacionadas aos ativos negociados forem transparentes. Isto ocorre, quando estes obedecem a certas regras de padronização, com métodos comuns de avaliação e informação pública. Balanços contábeis padronizados, transparentes e confiáveis contribuem para isso. Empresas familiares tradicionalmente fechadas tem de mudar seus métodos para ter acesso a essa fonte de recursos.

Este trabalho busca responder e discutir as seguintes questões: como a GC pode auxiliar os investidores minoritários no conflito com os controladores e, os acionistas em geral no conflito com os administradores? De que forma pode contribuir para o maior desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro? É o trabalho.

## **1.1 Problematização**

As transformações no cenário econômico mundial e brasileiro nos últimos anos tiveram impactos significativos no mercado de capitais nacional.

Dentre as principais mudanças inerentes ao sistema econômico mundial destaca-se a chamada “globalização financeira”<sup>2</sup>; que, aliada ao desenvolvimento dos sistemas de computadores e da tecnologia de comunicação, aceleraram a junção das operações nos diversos mercados de capitais do planeta.

---

<sup>2</sup> Para uma perspectiva crítica sobre este tema veja Chesnais (1996).

Caminhando nessa linha de pensamento Carvalho *et alli* (2000), acrescenta ainda, que o processo de globalização financeira implicou em uma conseqüente redução das diferenças de natureza legal e institucional entre as diversas economias espalhadas pelo mundo.

Na parte que cabe a economia brasileira deve-se dar atenção a duas grandes mudanças, mais especificamente, que transformaram o comportamento desse mercado de capitais.

A primeira foi o chamado Programa Nacional de Desestatização (PND)<sup>3</sup>, que privatizou grande parte das empresas estatais. A segunda mudança significativa foi à permissão do ingresso de investidores estrangeiros nas Bolsas de Valores no início da década de 1990.

Foram importantes alterações estruturais experimentadas pela economia brasileira desde o início da década de 1990, e que obrigaram as empresas a se adaptarem a um ambiente de negócios cada vez mais competitivo.

É neste contexto que se insere um dos temas mais comentados atualmente no mercado de capitais brasileiro: a chamada Governança Corporativa. Esta se constitui, basicamente, na aplicação de políticas que ofereçam ao acionista uma informação mais clara do posicionamento estratégico da empresa e das atitudes de seus administradores, de maneira que estes últimos, tenham objetivos que caminhem na mesma direção dos sócios-proprietários.

A GC surge para tentar superar vários problemas existentes nos mercados de capitais de todo o mundo. Uma das principais falhas que surgem nesses mercados é o chamado conflito de agência (ou conflito entre agente e principal). Segundo Pindyck e Rubinfeld (1999), este surge quando o titular da propriedade delega a um terceiro o poder de decisão sobre a administração da mesma. Porém, nem sempre os interesses do titular desta estão alinhados com os do administrador e, disto deriva tal conflito.

Como argumenta Carvalho *et alli* (2000), os mercados operam livremente, sem falhas, quando várias condições são cumpridas, dentre elas a disponibilização livre e gratuita de todas informações relevantes a todas as partes envolvidas na transação. Entretanto, quando a informação é distribuída de forma assimétrica tem-se uma situação semelhante a de um monopólio. Nisso, uma das partes pode extrair vantagens

---

<sup>3</sup> Mais sobre o PND pode ser visto em Giambiagi e Além (2000), cap. 13.



em detrimento da outra, descaracterizando um mercado que poderia vir a ser perfeitamente competitivo.

Diante disso, inicia-se em meados dos anos 1980, nos Estados Unidos, o movimento em favor da GC. Este veio, por intermédio de pressões implementadas pelos investidores institucionais principalmente fundos mútuos, de pensão e seguradoras e, espalhou-se posteriormente para a Europa e Japão.

Os investidores institucionais constituem um grupo bastante emergente no quadro atual dos mercados de capitais. Segundo Carvalho *et alli* (2000), estes costumam aplicar seu capital em empresas que lhe ofereçam um risco compatível com uma boa rentabilidade de longo prazo. Isto ocorre, porque algumas dessas instituições possuem passivos de longo prazo, o que lhes permite aplicar em períodos igualmente longos, em ações e bônus, por exemplo.

Por isso empresas com melhor administração tornam-se mais atraentes para este tipo de investidor. Para que possam descobrir quais empresas são melhor administradas esses investidores necessitam de informações que nem sempre são visualizadas nos balanços patrimoniais das mesmas.

Carvalho *et alli* (2000), ressalta que a existência de investidores institucionais além de facilitar a existência de mercados de capitais robustos, também estimula a eficiência e a profundidade dos mesmos. Estes facilitam o casamento entre as aplicações financeiras, pois suas aplicações têm prazos normalmente compatíveis com os requeridos pelo sistema produtivo.

É a partir das transformações ocorridas na economia brasileira nesse período e, dentro do debate sobre o subdesenvolvimento do mercado de capitais nacional, é que dado “o primeiro passo” do movimento em favor da GC no Brasil. Esse refere-se a criação do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), que, em 1995, lançou o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa (Lodi, 2000).

Mas, a pedra fundamental do movimento em favor da GC no Brasil deu-se no mês de dezembro de 2000. Foi neste período que foi criado o chamado Novo Mercado (NM) da Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA). Além do NM, a BOVESPA criou os chamados níveis diferenciados de GC, divididos entre os níveis 1 e 2<sup>4</sup>. A criação desses segmentos visa, dentre outros motivos, dar mais credibilidade ao mercado de

---

<sup>4</sup> Os níveis 1 e 2 de GC diferenciada da BOVESPA e o NM serão discutidos com mais detalhes no capítulo 4.

capitais nacional, através do aumento considerável da transparência nas atitudes das empresas de capital aberto.

Estes estão inseridos em um contexto que tem entre seus principais objetivos o desenvolvimento do mercado de capitais nacional. Para isso é fundamental que o referido mercado seja líquido. E para trazer esse aporte de liquidez é de extrema valia que seja atraído um investidor que está, até então, “a margem” do mercado; o pequeno investidor.

O investidor minoritário geralmente tem dificuldades de perceber claramente a conduta seguida pela empresa da qual é ou pretende ser acionista. Assim, fica complicado para o “minoritário” escolher a opção que preenche mais adequadamente o seu perfil.

Portanto, o interesse da pesquisa deriva do fato de encontrar uma maneira que proporcione ao acionista um monitoramento mais efetivo da empresa, dando maior segurança ao primeiro e maior credibilidade a última. Esse fato pode levar a um maior desenvolvimento do mercado de capitais nacional e a um possível crescimento da economia brasileira.

## **1.2 Objetivos**

### **1.2.1 Objetivo Geral**

Descrever o conceito e a evolução da chamada Governança Corporativa através dos tempos, partindo do conflito entre administradores e acionistas e, mostrar como esta pode contribuir para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, dando especial destaque ao mercado de ações.

### **1.2.2 Objetivos Específicos**

a) apresentar um referencial teórico abordando os pressupostos relacionados aos problemas decorrentes da separação entre propriedade e controle nas Sociedades Anônimas;

- b) contribuir com a discussão sobre Governança Corporativa apresentando pesquisas que representam uma contextualização geral acerca desse tema, haja vista a crescente importância do assunto no Brasil;
- c) apresentar os sistemas de Governança Corporativa de alguns países com mercados de capitais mais sofisticados, comparando-os, a fim de servir como aprendizado para a experiência brasileira;
- d) mostrar as condições estruturais do mercado acionário brasileiro e como a Governança Corporativa pode contribuir para o desenvolvimento do referido mercado.

### **1.3 Metodologia**

A presente pesquisa classifica-se como descritiva, de cunho essencialmente bibliográfico, pois objetiva analisar os principais impactos da adoção das boas práticas de Governança Corporativa por algumas empresas no mercado de capitais brasileiro.

Para o estudo do tema proposto, será utilizada a abordagem qualitativa de pesquisa, que será complementada com a utilização de dados quantitativos que surgirão durante seu desenvolvimento.

Em relação ao cumprimento do primeiro objetivo, no qual busca-se apresentar um referencial teórico acerca dos problemas derivados da separação entre propriedade e controle nas Sociedades Anônimas (SAs), recorre-se a fontes bibliográficas, tendo por base estudos derivados do campo de pesquisa do direito econômico, através de autores como Berle e Means. Posteriormente utiliza-se o arcabouço teórico da microeconomia moderna, através da teoria da agência e dos conflitos entre agente e principal. Além disso, faz-se um breve estudo da Nova Economia Institucional (NEI), por meio do pensamento de Oliver Williamson, tendo por base as idéias de Ronald Coase e da economia dos custos de transação. Esses estudos servirão como “ponto de partida” para a análise da GC aplicada as finanças empresariais e ao mercado de capitais.

O segundo objetivo será cumprido ao longo do trabalho através da apresentação das diversas formas de se interpretar o conceito de GC, desde uma perspectiva ortodoxa até uma visão crítica. É preciso esclarecer, que quando se fala em GC aplicada ao caso brasileiro, está se referindo as práticas que protegem as partes diretamente afetadas pela conduta da empresa, considerando GC e boas práticas de GC como conceitos semelhantes.

Para atender ao terceiro objetivo específico serão utilizadas dissertações de mestrado, livros e revistas que tem relação direta com tema. Por meio destes, são demonstradas as diferentes formas pelas quais as questões referentes à GC foram encaradas pelo mundo, visando extrair os pontos que podem ser utilizados na análise do caso brasileiro.

Finalmente, em relação ao cumprimento do quarto objetivo, que visa demonstrar as contribuições da GC para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, são utilizados livros que se referem à estrutura do mercado de ações nacional como Goldsmith (1986), além de artigos, revistas especializadas, dissertações, entre outros. Também são usados dados obtidos através de fontes secundárias em agentes especializados como a BOVESPA. Com relação as empresas indicadas nos quadros 2, 3 e 4 deve ser esclarecido que estas são as integrantes dos segmentos de GC diferenciada da BOVESPA até o dia 29/10/2004.

#### **1.4 Estrutura do trabalho**

A monografia é composta de cinco capítulos, incluída esta introdução, as considerações finais e recomendações. A divisão por capítulos visa uma melhor organização dos objetivos propostos.

Dessa forma, buscou-se no capítulo 2, a apresentação de um referencial teórico, partindo do advento da SA e a conseqüente separação entre estrutura de propriedade e controle, até os estudos derivados da teoria da agência, que demonstram os conflitos de interesse que surgem da relação entre agente e principal e o problema da assimetria informacional. A seção 2.3, apresenta os estudos da NEI e a relação da governança com os ambientes macroeconômico e microeconômico.

O capítulo 3 inicia-se com uma discussão sobre a amplitude do conceito de GC. Posteriormente parte-se para uma análise sobre os principais sistemas de GC existentes no mundo, observando primeiramente o sistema anglo-saxão presente nos Estados Unidos e no Reino Unido, passando em seguida para os sistemas alemão e japonês.

No capítulo 4 são analisados os aspectos estruturais do mercado de capitais brasileiro ao longo dos tempos passando-se, posteriormente, a uma demonstração dos segmentos de GC diferenciada da BOVESPA. Por fim analisam-se os aspectos atuais

da GC e do mercado de capitais no Brasil enfocando a contribuição da primeira para o desenvolvimento do referido mercado.

No capítulo 5 apresentam-se as considerações finais acerca do estudo e as recomendações para trabalhos futuros.

### **1.5 Limitações do trabalho**

Pelo fato de os níveis de GC diferenciada da BOVESPA terem sido criados a pouco mais de 3 anos faltam ainda pesquisas que apresentem evidências mais conclusivas, sobre os reais efeitos das boas práticas de GC no desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, restringindo o campo de análise do trabalho.

Não é objetivo deste trabalho testar, através de modelos econométricos, os efeitos que a adesão aos níveis de GC provocaram no apreçamento das ações e no custo de captação do capital das referidas empresas. Isto se deve a dificuldade na obtenção dos dados e, uso dos sistemas adequados para ser feita a análise dos referidos.

Também não constitui objetivo deste trabalho fazer um estudo de caso de alguma empresa específica, destas que fazem parte dos três segmentos de GC diferenciada da BOVESPA. As 41 empresas são consideradas no todo para efeito de análise.

## 2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Ao longo do tempo a estrutura e a administração dos empreendimentos ganham novas formas, procurando uma melhor adaptação ao cenário econômico no qual estão inseridos. É o que se percebe ao serem analisadas as transformações que ocorreram e seguem em curso desde a Revolução Industrial.

A conjuntura mundial impõe dias de escassez de recursos a quase todos os mercados ao tempo em que imputa desafios cada vez mais limítrofes à exaustão levando as empresas a redefinirem suas políticas e posturas, como única forma de atuarem de maneira viável, coordenada e com horizontes factíveis.

Partindo dessa perspectiva autores como Berle e Means, Jensen e Meckling, Williamson, dentre outros apresentam os problemas e propõem soluções, que equilibrem os conflitos de interesses que surgem nas SAs e se espraiam para todo o mundo externo as empresas. Um pouco desta dialética será descrita a seguir.

### 2.1 Separação entre propriedade e controle

Nos períodos anteriores a Revolução Industrial a maior parte dos negócios tinham, praticamente, todas as suas atividades centradas na figura do proprietário. Ele era responsável pela produção, comercialização e inclusive administração desse mesmo negócio; era o chamado: artesão primitivo. Alfred Marshall (1982 [original de 1920], p. 249), em Princípios de Economia, descreve essa figura que era predominante naquela época:

O artesão primitivo dirigia ele próprio todo o seu negócio [...] seus fregueses, com pouquíssimas exceções, eram todos seus vizinhos [...] necessitava de um capital pequeno [...] o plano de produção já estava estabelecido pelos costumes e [...] não tinha pessoal que supervisionar fora de sua casa [...].

Porém, segundo Marshall (1982), desde a Idade Média<sup>5</sup>, um novo tipo de empresa vem aparecendo com destaque; essa empresa é a chamada: Sociedade Anônima (SA). As SAs diferem amplamente dos pequenos negócios. Nelas, os

---

<sup>5</sup> Segundo Casagrande (1989), os antecedentes da sociedade por ações são identificados na Baixa Idade Média, mais especificamente em 1407. O Banco São Jorge, fundado em Gênova, seria a primeira instituição com estas características. A Sociedade Anônima, no entanto, tem suas origens nas Companhias coloniais do século XVII.

proprietários, doravante denominados acionistas, continuam entrando com os recursos e correndo os devidos riscos. Todavia, agora, não administram mais por conta própria todo o seu capital. Ou seja, os proprietários do capital, passam para as mãos dos administradores o controle sobre o mesmo, pedindo em troca apenas um rendimento compatível com seu valor nominal, que é, na maioria das vezes, representado pelos dividendos. Berle e Means (1984 [original de 1932], p. 34), observam essa transferência de controle no trecho a seguir:

O proprietário que investe numa Sociedade Anônima [...] entrega sua riqueza aos administradores da companhia, a medida que troca a posição de proprietário independente por aquela em que apenas recebe pela remuneração do capital.

Ainda sobre isso, Marshall (1982), verifica que o advento da SA ofereceu a diversas pessoas a oportunidade de aplicar seus capitais em negócios nos quais não detinham nenhum conhecimento. Para isso, contratavam outras pessoas para administrarem esses mesmos capitais a seu serviço, provocando um conseqüente reordenamento na direção dos negócios.

Dessa separação entre proprietários e controle administrativo decorrem algumas imperfeições que podem vir do desalinhamento de interesses entre essas duas classes. Essas imperfeições aparecem, em destaque, sobretudo, nas SAs.

Já na obra de Adam Smith, observa-se um questionamento relacionado à conduta dos administradores. Para Smith (1983 [original de 1776]), os administradores das SAs são perdulários e, não administram a empresa dos outros como administrariam a sua.

Segundo Smith (1983, p. 187):

[...] [como] os diretores de tais companhias [SAs] administram mais dinheiro dos outros do que o próprio, não é de esperar que dele cuidem com a mais irrequieta vigilância com a qual os sócios de uma associação privada freqüentemente cuidam do seu [...] por conseguinte, prevalecem sempre e necessariamente a negligência e o esbanjamento, em grau maior ou menor, na administração dos negócios de uma tal companhia.

Ele cita o exemplo da Companhia Mares do Sul que, apesar de não ter grandes dispêndios em manutenção, não conseguia converter em lucro suas atividades de comércio, devido à administração descuidada de seus diretores.

Smith (1983, p. 189) diz que:

A Companhia Mares do Sul nunca teve fortificações nem guarnições para manter, estando portanto inteiramente isenta de uma grande despesa à qual estão sujeitas outras companhias por ações para comércio exterior. Ela possuía porém um imenso capital dividido em um número igualmente imenso de proprietários. Era pois, natural que toda a administração dos negócios fosse dominada pela insensatez, pela negligência e pelo esbanjamento nos gastos.

Berle e Means (1984), afirmam que Smith se posicionou de forma contrária a criação de SAs. Isso devido ao fato de estas terem a sua propriedade dispersa nas mãos de diversos acionistas, o que tornava impossível uma administração eficiente da mesma.

No entanto é necessário que sejam revistos dois pontos. Primeiro, a realidade vivida por Adam Smith remonta o período anterior a 1776, data da publicação do original de *A Riqueza das Nações*. Ele se depara, portanto, com uma realidade de empresa ainda mercantil e não capitalista, bem diferente das corporações atuais.

Segundo, é preciso ser ressaltado que a grande preocupação de Smith quando trata das SAs reside no fato de algumas delas deterem o privilégio da exclusividade e do monopólio na exploração de certos mercados. Essa interferência do governo, sobretudo o inglês, impedia que, na concepção smithiana, “a mão invisível do mercado<sup>6</sup>” atuasse livremente, espalhando benefícios para todos os indivíduos.

Ainda assim, mesmo sendo extremamente primária, a contribuição que Smith deixou para futuros autores pesquisarem os problemas da separação entre propriedade e controle nas SAs deve ser considerada. Deve-se lembrar que, a maior parte das SAs da época de Smith eram companhias de comércio, um fator que provavelmente limitou seu campo de análise.

A partir da segunda metade do século XVIII acentua-se o processo de substituição do artesão primitivo e sua pequena propriedade pelo trabalhador assalariado, característico das grandes indústrias. Isso foi possível graças aos chamados cercamentos, ou *enclosures*, praticados na Inglaterra desde o século XVII.

---

<sup>6</sup> Para Sandroni (2002, p. 365), “a mão invisível do mercado é o conceito desenvolvido por Adam Smith[...] significando uma coordenação invisível que assegura a consistência dos planos individuais numa sociedade onde predomina um sistema de mercado. De acordo com Smith, um indivíduo que busca apenas seu próprio interesse é na verdade conduzido por uma mão invisível a obter um resultado que não estaria originalmente em seus planos. Esse resultado obtido corresponderia ao interesse da sociedade”.



Esses dividiram as terras dos agricultores expulsando-os do campo e obrigando-os a procurar emprego nas indústrias localizadas nos centros urbanos. Toda essa trajetória que mudaria radicalmente a história econômica refere-se ao período denominado Revolução Industrial. Seria impossível descrever em apenas um parágrafo a complexidade das transformações ocorridas em razão da referida Revolução<sup>7</sup>. O importante aqui, é dizer que a acumulação de capital do setor industrial nesse período levou a SA ao sistema produtivo.

Com isso, em anos posteriores, Berle e Means (1984), vislumbram uma SA diferente daquela dos tempos de Smith. Eles publicam seu trabalho em 1932, período da grande depressão causada pela quebra da Bolsa de Nova Iorque em 1929. A crise econômica e o desemprego se alastravam pela maioria dos países ao redor do planeta, tendo especiais efeitos nos Estados Unidos. Todavia, os dados analisados pelos autores, referem-se a década de 1920, período de crescimento econômico e *boom* na economia norte-americana. Nesses anos, a dispersão da propriedade era gigantesca devido à existência de diversas SAs com milhões de acionistas.

É neste contexto que Berle e Means (1984), trabalham o conceito lógico de propriedade. Desde os primeiros anos da história econômica os homens tinham, legalmente, o direito de dispor de todas as benesses geradas pelos ativos de sua propriedade. Esses direitos também foram reservados aos acionistas com o Estado procurando proteger o fato de que a companhia, na realidade, era dos acionistas e, portanto, devia atender a seus interesses. Era comum que os lucros da companhia fossem distribuídos a seus proprietários e também que aquela trabalhasse em benefício destes. Porém, a separação entre propriedade e controle levou a um estágio que permitiu que os administradores pudessem agir contrariamente aos anseios dos acionistas<sup>8</sup>.

Ao analisar as SAs dos Estados Unidos eles concluem que, com o passar do tempo, a propriedade torna-se mais dispersa, o que faz crescer o poder da administração perante uma postura passiva dos acionistas. Isso leva estes a terem, a cada dia, um controle menor da companhia na qual investem seu capital.

---

<sup>7</sup> Mais detalhes sobre a Revolução Industrial pode ser visto em Landes (1994).

<sup>8</sup> Veja mais em Hobson (1983, p. 179).

Um dos principais motivos desse alto grau de controle que os administradores têm sobre a companhia se deve ao perfeito conhecimento que os referidos têm sobre a contabilidade da mesma. Assim, os controladores podem, se quiserem, trabalhar com os valores da companhia com o intuito de obter vantagens pessoais, agindo em prejuízo dos demais acionistas.

Além disso, existem vários outros meios pelos quais os administradores podem obter benefícios detendo o controle da companhia. Em caso deste, ou destes, serem também acionistas da mesma companhia, podem usar a informação privilegiada que detêm em causa própria de duas maneiras.

Primeiro pode obrigar a companhia, a adquirir, a um preço exorbitante, um ativo exclusivamente seu, prejudicando neste caso o patrimônio da mesma.

Ou então, adquirir ações de outros acionistas ao saber que elas aumentarão seu preço pela descoberta de uma nova tecnologia, ou outro acontecimento que beneficie a empresa. No segundo caso, a companhia não foi prejudicada, mas apenas o acionista que não possuía a informação como explicam Berle e Means (1984, p. 189):

Mas vamos supor que o mesmo diretor possui uma série de ações da companhia. Sabe que a companhia acabou de receber um golpe inesperado de sorte [...] que multiplica várias vezes o valor de seus ativos. Encontra um outro acionista que não sabe das boas novas e compra suas ações. Depois disso a informação é divulgada; o valor das ações sobe com a nova situação, e o diretor tem um belo lucro nessa operação. Aqui a companhia, enquanto tal, não sofreu absolutamente nada [...] o diretor lucrou a expensas de um dos acionistas.

Diante de tudo isso, chega-se a um ponto, que sobra apenas ao acionista a esperança de que o administrador cumpra o papel para o qual foi designado, ou seja, atenda aos interesses do acionista. Berle e Means (1984, p. 221), mostram isso a seguir:

[...] chegamos a uma situação em que o interesse individual do acionista foi claramente subordinado à vontade de um grupo controlador de administradores, mesmo que o capital da empresa se constitua de contribuições conjuntas talvez de muitos milhares de indivíduos.

E Berle e Means (1984, p. 261), seguem sua argumentação:

A grande separação entre propriedade e controle, mais o fortalecimento dos poderes de controle, fez surgir uma nova situação que exige uma decisão quanto ao emprego de uma pressão social ou legal que assegure o funcionamento da sociedade anônima, com vistas principalmente aos interesses dos 'proprietários', ou com vistas ao interesse de um grupo maior.

É um dos objetivos deste trabalho encontrar um meio para atender aos anseios descritos no trecho anterior, que são discutidos há muito tempo na teoria econômica. Isso para que a SA possa cumprir o papel de servir aos interesses da sociedade como um todo e não apenas um grupo controlador.

## 2.2 Teoria da Agência

Segundo Okimura (2003), os primeiros estudos referentes à teoria da agência datam do início da década de 1970, através de artigos de Spence e Zeckhauser em 1971 e Ross em 1973. Suas análises estão centradas no processo de remuneração dos administradores das empresas, com o objetivo de tentar conjugar os interesses daqueles, com o interesse dos acionistas.

A grande contribuição teórica relacionada com o referido tema, porém, só veio em 1976 com Jensen e Meckling. A contribuição dos autores é fundamental, porque estende a noção de relação de agência a todas as formas de cooperação, sem que haja necessariamente um agente e um principal, o que alargou sensivelmente o campo de aplicação da teoria.

Segundo Jensen e Meckling *apud* Okimura (2003, p.12) uma relação de agência é:

Contrato onde uma ou mais pessoas (o principal) emprega uma outra pessoa (o agente) para realizar algum serviço ou trabalho em seu favor, envolvendo a delegação de alguma autoridade de decisão para o agente.

Ao analisar os problemas de agência os autores preocupam-se em adequar a sua teoria ao comportamento psicológico natural das pessoas. Nisso, tem como foco o fato de que as atitudes das pessoas estão centradas na tentativa de alcançar seus próprios objetivos e, maximizarem suas próprias utilidades esperadas, abordando o problema em um ambiente de incerteza. Assim, segundo Coelho ([1994?], p. 3) “os

problemas surgem porque, de acordo com as teorias de comportamento, o agente atuará em seu próprio interesse e não investirá seu melhor esforço, a menos que o seu investimento seja consistente com a maximização de seu bem-estar”.

Coelho [1994?], diz que, para tentar unir as aspirações de agentes e principais, a teoria econômica da agência, indica o estabelecimento de contratos que possibilitem a divisão do risco entre as partes. Na visão contratual, gestores e acionistas assinam um contrato, que deveria, *a priori*, identificar como seriam administrados os recursos da empresa. Assim, segundo Silveira (2002), os acionistas podem, com esses contratos, monitorarem com mais afinco os gestores, concedendo algum incentivo para que estes atuem em favor daqueles. Disso decorrem custos, que foram chamados pelos autores de custos de agência que, segundo Jensen e Meckling *apud* Silveira (2002, p. 13) são o somatório de:

1. custos de criação e estruturação de contratos entre o principal e o agente;
2. gastos de monitoramento das atividades dos gestores pelo principal;
3. gastos promovidos pelo próprio agente para mostrar ao principal que seus atos não serão prejudiciais ao mesmo;
4. 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.

Na visão de Okimura (2003), para que esses custos de agência fossem minimizados, bastaria que os contratos estabelecidos entre as partes fossem completos ou perfeitos. Assim, segundo Ross, Westerfield e Jaffe (1995), os acionistas, poderiam receber integralmente, um dos direitos contratuais de maior importância; o direito residual (de propriedade). Esse é derivado dos ativos e dos fluxos de caixa da empresa.

Porém, argumenta Okimura (2003), na prática, existe uma gama de incertezas quanto ao futuro da empresa, que não podem ser previstas nos contratos. Isso faz com que estes não sejam completos, ou perfeitos, ou seja, nem sempre é possível especificar todas as contingências, que, porventura, vierem a ocorrer. Esse fato, segundo Ross, Westerfield e Jaffe (1995), pode ser considerado o cerne do problema de agência e levar, a uma perda residual da riqueza dos acionistas.

## 2.3 Economia dos custos de transação

Segundo Williamson *apud* Peixe (2003), a economia dos custos de transação é uma ramificação da NEI e tem um enfoque que vai além da tradicional Teoria das Organizações, que preocupa-se, fundamentalmente, em descrever a empresa e suas funções de produção. Os novos economistas institucionais dedicam especial atenção a meios tanto espontâneos quanto impositivos que procurem adaptar as instituições. Segundo Siffert (1998), a NEI aborda pressupostos relativos à economia do direito de propriedade, a Teoria das Organizações e a evolução das instituições. Essa linha de pensamento procura unir, em suas teorizações, questões derivadas dos costumes, do ambiente legal e da aplicabilidade dos direitos sobre o desempenho econômico.

O conceito de economia dos custos de transação foi colocado pela primeira vez por Ronald Coase em artigo publicado em 1937. Segundo Okimura (2003), a economia dos custos de transação discute o *trade-off* enfrentado pela firma na hora de decidir em produzir ela mesma seus próprios insumos ou buscá-los no mercado. Disso decorrem questões sobre o escopo vertical que ela deve assumir<sup>9</sup>.

Esse conceito foi incorporado, posteriormente, nos estudos de Williamson e da NEI. Segundo Siffert (1998), os novos economistas institucionais reservam especial atenção à estrutura de propriedade da firma, diferentemente da escola neoclássica tradicional. Estes últimos afirmam que a firma tem um comportamento maximizador, pois a tecnologia (função de produção) está dada e, portanto, sua estrutura não é afetada por problemas nos direitos de propriedade e na forma legal que eles são constituídos. Isso ocorre, porque na visão neoclássica tradicional, a firma é apenas um local onde transformam-se os insumos em produtos, pois suas ações não impactam um característico mercado em concorrência perfeita. A partir disso não é necessária a implementação de outra estratégia, a não ser aquela que maximize quase que automaticamente os lucros.

Coase *apud* Peixe (2003), afirma que se não existissem custos de transação e os mercados fossem perfeitos seria necessário apenas definir os direitos de cada parte,

---

<sup>9</sup> Para Farina (2000, p. 47), “os custos de transação são os custos de se fazer funcionar um sistema econômico [...]; e não haveria custos de transação se os agentes econômicos fossem oniscientes, se não houvesse incerteza e os ativos produtivos pudessem ser utilizados em diferentes atividades alternativas, de tal modo que se um negócio não der certo, pode-se utilizar esses recursos em outros negócios, sem perda de valor”.

pois os resultados das ações legais seriam previstos. Entretanto, tais custos existem e está claro que a cômte tem influencia direta no sistema econômico.

Williamson incorpora a idéia de Coase e parte de uma visão diferente da teoria neoclássica tradicional. Ross, Westerfield e Jaffe (1995), dizem que na visão de Williamson a empresa seria vista como uma estrutura com característicos problemas nos contratos, devido à falhas em relação à especificação dos direitos de propriedade.

Williamson *apud* Brandão (2004), demonstra outras características que levam os contratos a serem imperfeitos. Primeiramente considera que as pessoas têm racionalidade limitada e, portanto, não tem condições de prever adequadamente o futuro. É à força da incerteza, já mostrada na teoria da agência. Ainda em relação ao comportamento pessoal ele aborda a questão do oportunismo. Essa idéia coloca que quando as condições são favoráveis alguns indivíduos podem a agir buscando benefícios unilaterais em detrimento dos demais.

Outro fator que contribui para a fragilização dos contratos refere-se as características específicas dos ativos. Segundo o autor a substituição de determinados ativos é, muitas vezes, demasiadamente complexa e inviável, o que faz surgir relações bilaterais entre fornecedor e empresa. É possível, nesse sentido, considerar o caso no qual a empresa é extremamente dependente de um recurso, que é produzido por um único fornecedor. Nesse caso, este último pode cobrar um preço exorbitante prejudicando a empresa. Harmonizar os interesses entre as partes torna-se requisito fundamental para continuidade de uma relação que crie valor econômico.

Peixe (2003), considera então que a governança seria o meio pelo qual, pudessem ser evitados os tribunais e seus altos custos, quando surgissem conflitos de qualquer natureza, que tivessem relação direta com a empresa. Por conta disso, percebe-se que a empresa serviria como um mecanismo de minimização dos custos de transação. Segundo Okimura (2003), o foco da análise, está então, em determinar um ponto ótimo para o fluxo das transações na empresa. Para isso, a governança deve criar um sistema convincente de incentivos que conduza a um nível eficiente das transações com conseqüente redução dos oportunismos.

É nesse sentido que o governo deve atuar, garantindo a lisura da concorrência no mercado e o cumprimento das leis. Aqui aparece novamente o pensamento de Williamson *apud* Peixe (2003, p. 22), ao destacar “o intercepto lei, economia e organização onde uma aprende com a outra”. Em um esquema com três níveis mostra

que a governança não opera de forma isolada, mas sim interage sempre com os outros dois níveis, que vem a ser o ambiente institucional e os indivíduos. A figura 1 demonstra a interação da governança com os níveis macroeconômico, representado pelo ambiente institucional, e microeconômico, representado pelos indivíduos.

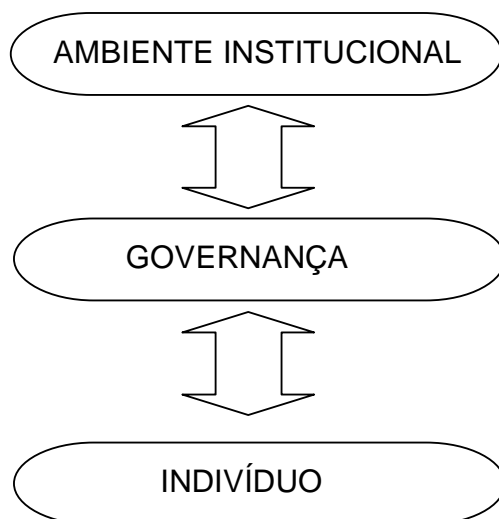


Figura 1: Interação da governança com os ambientes macroeconômico e microeconômico.

Fonte: Adaptado de Williamson *apud* Peixe (2003, p. 22).

O ambiente institucional é o local de ocorrência das mudanças. Nele são determinadas as leis, os costumes e os direitos de propriedade. O nível relacionado ao indivíduo é aquele em que, segundo Peixe (2003, p. 22), “os pressupostos comportamentais surgem”. Esses derivam da racionalidade limitada e do oportunismo já descritos anteriormente.

Williamson *apud* Okimura (2003), compara a teoria da agência com a economia dos custos de transação e encontra algumas diferenças e muitas coisas em comum. O quadro 1 mostra um resumo comparativo dessas duas linhas de pensamento.

## QUADRO 1

Comparação entre as abordagens seguindo a teoria da agência e a economia dos custos de transação.

	Teoria da Agência	Economia dos custos de transação
Unidade de análise	indivíduo	transação
Foco de custo	perda residual	imperfeição
Foco contratual	<i>ex-ante</i> alinhamento	<i>ex-post</i> governança

Fonte: Adaptado de Williamson *apud* Okimura (2003, p. 16).

Assim, pode-se considerar, que ambas as teorias são na verdade complementares. A teoria da agência centra a sua análise na determinação *ex-ante* dos custos de agência, procurando observar o comportamento dos agentes e suas relações muitas vezes conflitantes com o principal. Já a economia dos custos de transação tem seu foco em uma análise *ex-post* das transações, tentando alinhar os ativos com as transações. As duas teorias têm como pressuposto básico, os contratos incompletos.



### 3. UMA ANÁLISE DO CONCEITO E DOS SISTEMAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA PELO MUNDO

O capítulo 2 expôs a relação conflituosa entre administradores e acionistas que aparece depois do surgimento da SA e da conseqüente separação entre propriedade e controle administrativo. Partindo da premissa de que os primeiros, detêm um grau de conhecimento da empresa consideravelmente superior aos segundos, acredita-se que aqueles, possam obter vantagens, em prejuízo dos sócios-proprietários da mesma. Para proteger os interesses dos acionistas e de todas as partes diretamente afetadas pelo comportamento estratégico da empresa é que nasce a idéia implícita no conceito de GC que será discutido a seguir.

Governança corporativa<sup>10</sup> é uma tradução do termo em inglês *corporate governance*<sup>11</sup>. Segundo Zingales *apud* Nishi (2003), o próprio termo, *corporate governance*, não existia na língua inglesa até o início do movimento nos anos 1980. Ele nasce com a ascensão dos fundos de pensão e bancos e com o conseqüente aumento de suas participações no capital das empresas. Nos últimos anos, porém, surgiram diversas definições acerca dessa temática. A *Cadbury Report*, no Reino Unido, define GC como sendo “o sistema pelo qual as companhias são dirigidas e controladas” (Lodi, 2000, p. 24).

Segundo Scherer (2003), o conceito de GC pode ser discutido através de duas maneiras distintas. A primeira é seguir uma linha de pensamento ortodoxa que preocupa-se, basicamente, com a questão de como assegurar aos financiadores um retorno adequado em cima de seus investimentos. Uma segunda forma é acompanhar a visão crítica em que a GC remete a repercussão das decisões de investimento da empresa sobre a sociedade.

A CVM (2002, p. 2), define GC como:

o conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital. A análise das práticas de governança corporativa aplicada ao mercado de capitais envolve,

---

<sup>10</sup> Segundo o dicionário Aurélio (Ferreira, 1999, p. 1000), governança refere-se a “governança” que remete a “governar (-se), governo”. Corporativa (Ferreira, p. 561) é “relativo à corporação ou corporações”. Entende-se, portanto, como o ato de governar corporações.

<sup>11</sup> Segundo o dicionário Houaiss *et alli* (2003, p. 170), *corporate* refere-se a “incorporado, unido; associado; organizado em município; corporativo, coletivo; que pertence a uma corporação”. *Governance* refere-se a “governo; governança” (Houaiss *et alli*, 2003, p. 337).

principalmente: transparência, eqüidade, de tratamento dos acionistas e prestação de contas.

Para Rabelo e Silveira (1999), fica evidente que o sistema de GC está intimamente vinculado com a estrutura de propriedade, a densidade e a profundidade dos mercados de capital, as características do sistema financeiro e do ambiente legal de cada economia.

Rabelo e Silveira (1999, p. 8), salientam ainda que “um sistema de governança corporativa [ideal, seria aquele] que minimizasse os custos de agência atuando em paralelo com um sistema de governança contratual que minimizasse os custos de transação”.

Sheleifer e Vishny, *apud* Okimura (2003), propõem um sistema em que os próprios administradores aplicam restrições em sua conduta, com a empresa, incorrendo assim, em um investimento maior de recursos *ex-ante*, reduzindo a má alocação de recursos *ex-post*.

### **3.1 Mecanismos de Governança Corporativa**

Para Okimura (2003), após o processo de tomada de decisão ter sido delegado aos administradores profissionais, surgiu a necessidade de serem impostas restrições, que inibam o problema de agência, nas decisões importantes da organização. Essas restrições estão calcadas em alguns mecanismos de controle expostos por Fama e Jensen *apud* Okimura (2003, p. 17), descritos a seguir:

1. hierarquias de decisão onde as iniciativas de decisão de níveis menores passariam acima primeiramente para ratificação e posteriormente para monitoração;
2. conselhos de administração que ratificam e monitoram as decisões mais importantes da empresa e contratam, demitem e compensam os administradores de níveis mais altos;
3. estruturas de incentivo que promovam monitoramento mútuo entre os administradores

Esse ponto é reforçado também por Hitt, Ireland e Hoskisson (2002) e Silveira (2002), que subdividem esses mecanismos de GC em internos e externos a empresa. A figura 2, demonstra com clareza, como a GC atua para superar o problema de agência:

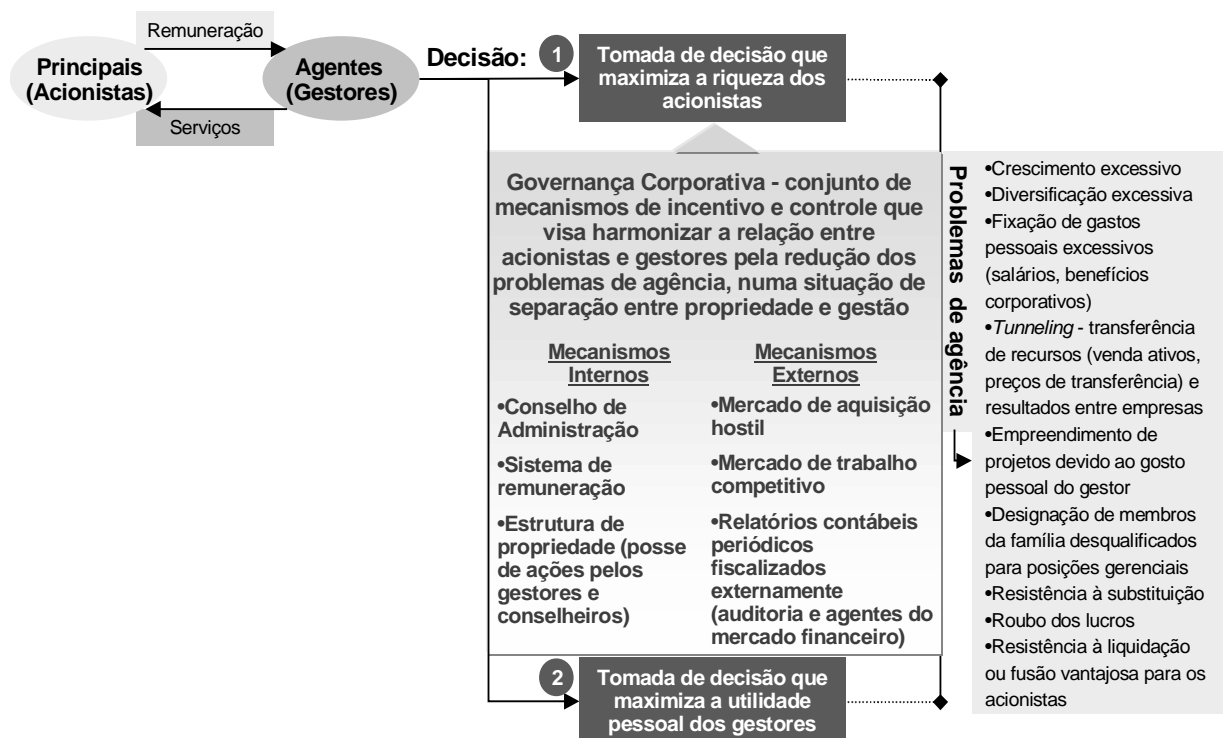


Figura 2: O problema de agência dos gestores e a Governança Corporativa.

Fonte: Silveira (2002, p. 14).

Três desses mecanismos, dois internos que vem a ser, o Conselho de Administração e a estrutura de propriedade e um externo, o mercado de aquisição hostil, serão descritos, mais especificamente, a seguir.

### 3.1.1 Conselho de Administração<sup>12</sup>

Segundo Hitt, Ireland e Hoskisson (2002), o Conselho de Administração de uma empresa é constituído geralmente pelos indivíduos, que são eleitos e designados pelos proprietários para que, via de regra, representem os interesses dos últimos e monitorem

<sup>12</sup> Segundo Fuhrer (1997, p. 52), “[...] nas companhias abertas [...] é obrigatória a existência do Conselho de Administração (art. 138). Esse é que fixa a orientação geral dos negócios, e entre outras atribuições, elege e destitui os diretores, fixando-lhes as atribuições. É eleito e destituível pela Assembléia Geral e compõe-se de no mínimo 3 acionistas (art. 140)”. Os artigos entre parênteses referem-se a Lei das Sociedades Anônimas.

os altos executivos da mesma empresa. Para Lodi (2000), sua missão principal é a de proteger o patrimônio, garantir a maximização do retorno e agregar valor à empresa.

Mais especificamente pode-se dizer que o conselho deve garantir quatro dos grandes pilares da GC. O primeiro é traduzido pelo princípio da equidade, ou seja, tratamento idêntico entre acionistas minoritários<sup>13</sup> e majoritários. O segundo preza pela transparência nas atitudes da empresa, para que esta divulgue, amplamente, o maior número de informações possíveis que impliquem em alterações do valor da mesma. O terceiro está calcado na responsabilidade, ou melhor, confiabilidade, dos relatórios contábeis divulgados pela empresa. Como quarto pilar destaca-se o fato de que a empresa deve obedecer às leis do país no qual tem valores mobiliários em negociação<sup>14</sup>.

Hitt, Ireland e Hoskisson (2002), dizem que, muitos que criticam os Conselhos de Administração argumentam que estes não estão cumprindo seu verdadeiro papel, que é a defesa dos interesses do acionista. Isso ocorre, segundo esses críticos, porque os grandes gerentes das empresas dominam esses conselheiros e, procuram através desses relacionamentos, obter favorecimentos, em detrimento dos outros acionistas da mesma empresa.

No entanto, outros argumentam que, se os conselheiros fossem independentes da empresa, não fazendo parte, portanto, de sua estrutura societária, um monitoramento mais efetivo da conduta dos administradores seria bem mais provável (Hitt, Ireland e Hoskisson, 2002).

Para conselhos com essas características, a OCDE (2003), sugere que sejam instalados comitês, pelo Conselho de Administração, visando a resolução de conflitos, que podem ocorrer dentro da empresa. Esses devem ser compostos pelos próprios conselheiros e tem como objetivo primordial, garantir a confiança dos investidores.

A remuneração recebida pelos conselheiros deve refletir o esforço despendido por estes na tentativa de alinhar seus interesses com o dos proprietários, desde que, segundo a OCDE (2003, p. 30), não comprometa “a capacidade dos conselheiros em exercer julgamento independente, no interesse exclusivo da empresa e de seus

---

<sup>13</sup> A OCDE (2003), recomenda que os acionistas minoritários tenham o direito de indicar membros para compor o Conselho de Administração da empresa.

<sup>14</sup> Esses pilares ganharam notoriedade primeiramente na língua inglesa e referem-se ao que Lodi (2000) chama de *fairness* (equidade), *disclosure* (transparência), *accountability* (prestação de contas) e *compliance* (obediência às leis do país).

acionistas". Para Hitt, Ireland e Hoskisson (2002), muitas vezes essa pode vir por intermédio de gratificações a longo prazo, que são, em sua maioria, opções de compra futura de ações da empresa. Esse tipo de recompensa pode, via de regra, manter altas as cotações das ações da mesma.

Todavia, Lethbridge (1997), critica o uso desse tipo de gratificação, pois este não expõe o administrador ao mesmo tipo de risco do acionista. Isso ocorre porque ao ter parte de sua remuneração condicionada a opções, este não arrisca seu próprio capital, podendo no máximo deixar de obter um ganho extra. A influência psicológica deste ganho dependerá então do valor absoluto da parte não variável de sua remuneração.

Hitt, Ireland e Hoskisson (2002), dizem ainda que outro problema desse mecanismo é que ele não costuma ser sempre eficiente. Isso se dá, em grande medida, porque as decisões dos administradores não costumam ser simples e existem grandes incertezas quanto ao futuro da economia, das leis e da sociedade. Por isso, a tarefa de remunerar um administrador com base no desempenho da empresa torna-se extremamente complexa.

Os Conselhos de Administração se tornaram mais ativos nos últimos anos e, boa parte dessa mudança, se deve à atuação mais intensa dos investidores institucionais. Isso agrada mais esses investidores que, anteriormente, desferiram duras críticas a lentidão dos Conselhos de Administração no processo de substituição de executivos principais<sup>15</sup> incompetentes. Segundo Lethbridge (1997), outra mudança que é creditada aos investidores institucionais, é a maior presença de conselheiros independentes nos últimos anos. Para Hitt, Ireland e Hoskisson (2002), isso se deve a pesquisas<sup>16</sup> que indicam que esses investidores estão dispostos a pagar mais por empresas que tenham conselhos com essas características.

Porém, existe um problema quando a maioria dos conselheiros são independentes. Na visão de Hitt, Ireland e Hoskisson (2002) e Silveira (2002), eles têm mais dificuldade para obter as informações estratégicas do dia-a-dia da empresa, o que ocorre em menor grau para conselheiros não-independentes.

---

<sup>15</sup> *Chief Executive Officer (CEO)*.

<sup>16</sup> A McKinsey Company publicou estudo em junho de 2000 com investidores da Europa, América Latina e Ásia. Desses 80% responderam que estariam dispostos a pagar mais por empresas com boas práticas de GC (Hitt, Ireland e Hoskisson, 2002).

Contudo, Silveira (2002), destaca o papel do conselho na minimização dos custos de agência e resolução de conflitos. Por isso, o Conselho de Administração, pode ser considerado o principal mecanismo interno de GC.

### 3.1.2 Estrutura de Propriedade

Segundo Hermalin e Weisbach *apud* Silveira (2002), a estrutura de propriedade exerce um papel de extrema importância na GC das empresas. Isso é comprovado pelas diferentes relações de agência que existem em duas estruturas distintas.

Nas empresas com estrutura de propriedade concentrada, na visão de Okimura (2003), os acionistas controladores podem transferir recursos da empresa em benefício próprio. Essa atitude entrega aos acionistas minoritários os custos excedentes provenientes dessa operação. Isso pode ser ainda pior quando esses “controladores” fazem parte do Conselho de Administração da empresa. Através do uso desse cargo eles passam a ter um poder maior sobre a diretoria da empresa, com chances reais de expropriação dos lucros, principalmente nas empresas em que existem a separação de ações ordinárias e preferenciais<sup>17</sup>.

Todavia, alguns autores consideram que a existência de propriedade difusa torna difícil uma monitoração mais eficiente dos administradores da empresa. Segundo Hitt, Ireland e Hoskisson (2002, p. 411), nas empresas com “elevada concentração de propriedade, é maior a probabilidade de que as decisões estratégicas dos gerentes se destinem a maximizar o valor para os acionistas”.

Silveira (2002) e La Porta e Bebchuk *apud* Okimura (2003), argumentam ainda, que a existência de um acionista controlador, em países com baixa proteção legal pode ser necessária, devido aos altos custos de agência provenientes de um monitoramento mais incisivo dos administradores.

Segundo Okimura (2003), a presença de grandes acionistas faz com que estes acabem absorvendo a maior parte dos custos de fiscalização dos administradores, pois os ganhos desta operação serão bem maiores que seus custos. Tal fato tem implicação direta na redução dos custos de agência da empresa.

---

<sup>17</sup> As diferenças entre ações preferenciais e ordinárias serão discutidas com mais detalhes no capítulo 4.

Esse ganho decorre dos chamados benefícios privados do controle. Os benefícios são, na opinião de Valadares (2002a), exigência desses acionistas, devido ao excesso de risco e custo que estão implícitos no fato de eles deterem uma parcela tão grande do capital da empresa. Para tentar “compensar” esse risco eles exigiriam um alto retorno do empreendimento.

Segundo Bebchuk *apud* Silveira (2002), quando os acionistas controladores pulverizam as ações da empresa eles acabam por abrir mão desses benefícios. Nos países em que a proteção legal dos acionistas pode ser considerada baixa, uma oferta pública de ações é ineficaz como mecanismo de pulverização do controle. O mais provável é que, por meio desta, ocorra apenas à troca de mãos do controle da empresa, de um para outro acionista controlador. Na maioria das vezes, haverá alguma pessoa ou entidade interessada em incorporar benefícios privados do controle, oriundos do acionista controlador anterior<sup>18</sup>.

Entretanto, outras visões discordam dos benefícios que a concentração de propriedade poderia, porventura, trazer aos acionistas não controladores da empresa. Burkart *apud* Okimura (2003), diz que a concentração de propriedade é fator determinante na expropriação de riqueza dos acionistas não controladores (ou “minoritários”). Essa pode vir por meio de estruturas piramidais, propriedade cruzada ou emissão de ações sem direito a voto.

Segundo Okimura (2003, p. 30) “estrutura piramidal é um mecanismo de controle através de níveis hierárquicos entre empresas”. Já a propriedade cruzada é uma forma de proteger os acionistas controladores, que se usado em combinação com a emissão de ações sem direito a voto tem a função básica de perpetua-los no poder.

Fuerst e Kang *apud* Silveira (2002), apresentam um estudo demonstrando que a presença de acionistas controladores nas empresas tem um efeito positivo sobre a administração da mesma, mas tem um efeito contrário, ou seja, negativo, sobre o preço das ações. Isso, segundo Valadares (2002a), é resultado de um novo problema de agência, que surge quando o controlador tem incentivos para reduzir o retorno dos minoritários.

---

<sup>18</sup> Segundo Valadares (2002b), certos benefícios (entenda-se os benefícios privados do controle) são usufruídos apenas pelos controladores. Isso ocorre porque estes não podem ser facilmente medidos (e, logo exigidos) pelos acionistas minoritários.

Nos países em que a proteção aos acionistas não é efetiva, argumenta Silveira (2002), a tendência é que os minoritários tenham parte de seus direitos usurpados pelos controladores. Para Jensen e Meckling *apud* Valadares (2002a), o fato de os investidores serem racionais, faz com que eles esperem esse tipo de comportamento usurpador do acionista controlador. Isso faz com que os investidores fiquem receosos em adquirirem novas ações de empresas. Conseqüentemente, o final dessa cadeia é a redução do financiamento externo às empresas.

### 3.1.3 Mercado de aquisição hostil

Para Hitt, Ireland e Hoskisson (2002), fazem parte desse mercado pessoas físicas ou jurídicas que adquirem partes, ou então o controle (*takeover*) de empresas supostamente subvalorizadas para posterior reestruturação ou fusão. Geralmente, as empresas adquiridas nestes mercados, são as que apresentam mau desempenho. Esse resultado pode vir dela obter retornos abaixo da média constantes, que resultam do fracasso de mecanismos internos. Portanto, essa é uma forte indicação de que não está maximizando valor para seus acionistas.

Denis e McConnell *apud* Okimura (2003), ressaltam ainda, que as tomadas de controle acontecem depois do fracasso de todos os mecanismos internos de GC, resultando em perda significativa de valor para a empresa e, conseqüentemente para seus acionistas.

As referidas tomadas de controle funcionam então como uma forma de pressão que leve a administração a atuar de forma eficiente, afastando assim possíveis interessados no controle da empresa.

Hitt, Ireland e Hoskisson (2002), argumentam que nem sempre as tentativas de tomada de controle tem como alvo empresas mal administradas. Estudos mostram que metade dessas ocorreram em empresas que apresentavam um desempenho bem acima das demais concorrentes. Estas não estariam, então, nem subvalorizadas, nem mal administradas.

Segundo Jensen e Chew (2000), as tomadas de controle na década de 1980 nos Estados Unidos trouxeram ganhos significativos à economia norte-americana como um todo. Além disso, a ameaça das tomadas de controle, obrigou as empresas a passarem por um processo de reestruturação, que fizeram com que os acionistas obtivessem um



aumento considerável em seus rendimentos<sup>19</sup>, decorrente de uma maior lucratividade apresentada pelas empresas<sup>20</sup>.

### **3.2 Análise dos três principais sistemas de Governança Corporativa mundiais**

Segundo Silveira (2002), as características de um sistema de GC dependem muito do ambiente institucional do país no qual a empresa está inserida. Os países geralmente apresentam sensíveis diferenças em relação aos sistemas de GC adotados pelas empresas. Isso ocorre porque o Estado modela as especificidades de cada mercado de capitais por meio dos sistemas financeiro e legal e pelo grau de proteção aos investidores.

Siffert (1998), diz que o debate decorrente da GC ganha corpo quando passa-se a associar esta ao desempenho competitivo das empresas. Analisando-se com mais cuidado esse tema, pode-se perceber, que as posições em torno de qual sistema de GC é o ideal sofre influência direta da situação econômica do país no período em questão. Nos anos 1980 discutia-se a eficácia do “modelo” japonês, diante do sucesso econômico da referida economia. A partir dos anos 1990 com a recuperação da economia norte-americana e a queda da economia japonesa as atenções voltaram-se ao padrão norte-americano de GC que passou a ser considerado mais promissor. Os “modelos” anglo-saxão (Estados Unidos e Reino Unido), japonês e alemão serão apresentados e discutidos na seqüência do capítulo.

#### **3.2.1 A Governança Corporativa nos Estados Unidos**

O mercado acionário norte-americano é caracterizado, fundamentalmente, pela pulverização das ações de suas companhias. Segundo Lethbridge (1997), esse mercado sinaliza, com relativa precisão, se uma empresa é bem ou mal administrada. Isso pode ser visualizado através do preço de mercado das ações da companhia. O

---

<sup>19</sup> Segundo Ross, Westerfield e Jaffe (1995), o que ocorre, na verdade, é que os acionistas das empresas adquiridas são beneficiados, obtendo ganhos substanciais com a tomada de controle. No entanto, os acionistas das empresas adquirentes (caso essa seja uma característica sociedade por ações) acabam não lucrando muito com esse evento ou podem, até, sofrer perdas anormais significativas.

<sup>20</sup> Uma perspectiva crítica acerca das tomadas de controle nos Estados Unidos na década de 1980 pode ser encontrada em Scherer (2003).

sistema impõe ainda, controles rígidos quanto à posse de informações privilegiadas o que exige um elevado nível de transparência das empresas.

Cintra (1999), exemplifica melhor a questão da dispersão do capital acionário das companhias norte-americanas. Segundo o autor, a *Securities Exchange Commission* (SEC) “desencoraja a concentração de ações nos *portfólios*<sup>21</sup> dos agentes” (Cintra, 1999, p. 41). O receio destes provém do fato de que todo o acionista ou instituição que adquire participação igual ou superior a 5% de qualquer empresa ter que dar informações a SEC sobre a origem do capital, as fontes de financiamento e os planos do grupo. Além disso, os acionistas que detêm informações privilegiadas (*insider Information*) estão proibidos de negociar títulos que sofram influência direta desta, antes de ela se tornar conhecida do grande público.

Já Roe *apud* Silveira (2002), acredita que o fato de ser difícil encontrar alguma empresa norte-americana em que, alguma pessoa física ou jurídica, detenha mais de dez por cento do capital acionário, caracteriza uma situação onde os executivos são fortes e os proprietários são fracos.

É a partir desta dada situação que o movimento a favor da GC ganha fôlego nos Estados Unidos nos anos 1980. Segundo Silveira (2002), as constantes fraudes e atitudes lesivas do Conselho de Administração das empresas, perante seus acionistas, forneceram o impulso necessário para que os últimos adotassem uma postura mais ativa e fiscalizadora sobre os primeiros.

Para Lethbridge (1997) e Jensen e Chew (2000), a situação da economia dos Estados Unidos no mesmo período também contribuiu para trazer a tona o debate sobre os sistemas de governança desse mesmo país. Nessa época, houve uma considerável perda de competitividade da indústria norte-americana, o que levou não apenas a questionamentos quanto às políticas comerciais e industriais vigentes, mas também ao sistema de financiamento e controle corporativo das empresas.

Boa parte desse ativismo deveu-se aos investidores institucionais. Segundo Carlsson *apud* Silveira (2002), merece destaque o fundo de pensão dos funcionários públicos do Estado da Califórnia, o CalPERS, que foi o desbravador do movimento de GC norte-americano. Esse fundo geria segundo o autor, um patrimônio de US\$ 166 bilhões, com US\$ 115 bilhões investidos em ações de 1500 empresas.

---

<sup>21</sup> Um *portfólio* é um conjunto de títulos e valores mantido por um fundo mútuo ou por um investidor.

O fundo criou em 1985 o Conselho dos Investidores Institucionais (CII-*Council of Institutional Investors*) com o objetivo fundamental de preservar os interesses dos investidores institucionais. Essa organização atuou de diversas formas durante a década de 1980, exigindo mudanças na legislação americana e monitorando as práticas de GC das empresas nas quais tinha recursos aplicados. Em 1987, segundo Cintra (1999), o fundo passou a publicar, anualmente, uma lista que continha as cinquenta empresas que trouxeram o menor retorno aos acionistas e, que pertenciam ao seu *portfólio* no ano em questão. Nos cinco anos posteriores, essas apresentaram um retorno 6,8% maior que o índice *Standard & Poor's 500*<sup>22</sup>.

Nessa empreitada, o CalPERS contou com o apoio de outras instituições como ISS (*Institutional Shareholder Services*) e o TIAA-CREFF, maior fundo de pensão do mundo. Em conjunto eles mudaram o estado da GC norte-americana.

Segundo Jensen e Chew (2000), essa mudança veio em grande parte através do processo de aquisição hostil. Esse artifício fez com que os administradores das corporações percebessem que um mau desempenho da companhia poderia representar a perda de controle da mesma e possível perda de emprego dos primeiros.

A adoção de códigos de GC por eles elaborados tornou-se requisito indispensável em futuras aquisições de ações. Segundo Lethbridge (1997), o fundo CalPERS troca em média um terço das empresas pertencentes a sua carteira de ações durante um ano, exercendo um típico monitoramento via mercado.

A postura ativa desses investidores foi responsável por mudanças significativas nas empresas norte-americanas na década de 1990. Muitas delas passaram a elaborar seus próprios códigos de GC e, segundo Baghat e Black *apud* Silveira (2002), atualmente a maioria dessas empresas, possui membros externos e independentes em seu Conselho de Administração.

Segundo Jensen e Chew (2000), nos anos 1990, leis sobre o controle acionário das empresas reduziram drasticamente as operações bem-sucedidas de aquisição hostil. Esse processo levou a paralisação do mercado de capitais dos Estados Unidos nesta década. Com isso, passou-se a dar mais ênfase ao uso de mecanismos internos de GC.

---

<sup>22</sup> Segundo Assaf (1999, p. 206) O índice *Standard & Poor's 500* “[...]seleciona uma carteira com 500 ações, cuja ponderação no cálculo é baseada na relação entre o valor de mercado da ação e o valor total de mercado da carteira”.

Após a passagem dos anos 1980 período no qual o mecanismo de GC mais utilizado foi o externo através das aquisições hostis e, dos anos 1990 época da governança empresarial nos Estados Unidos, a GC ganha novo fôlego na entrada do novo milênio. Boa parte desse novo ímpeto deve-se as traumatizantes fraudes contábeis e posterior falência de grandes empresas de capital aberto daquele país, que trouxeram vultosos prejuízos a seus acionistas<sup>23</sup>.

Segundo Scherer (2003), a forma abrupta e chocante, na qual emergiram as fraudes contábeis das empresas norte-americanas em 2002, conduziram a um abalo poucas vezes visto nesta sólida economia. Os requisitos desta crise, segundo o autor, tiveram efeitos significativos no modelo de GC daquele país e nas formas de investimento das últimas duas décadas.

As constantes reclamações dos pequenos investidores (minoritários) surtiram efeito e os congressistas norte-americanos elaboraram a lei que ficou conhecida como Sarbanes-Oxley<sup>24</sup> (SOX). É a mais abrangente e completa lei do mercado de capitais norte-americano desde a quebra da Bolsa de valores de Nova Iorque em 1929. Ela exige das empresas listadas nas principais Bolsas dos Estados Unidos um rígido cumprimento de normas de GC (Revista Exame, junho/2003).

Criada em 2002 a referida lei visa coibir atitudes dos administradores que possam lesar o patrimônio da empresa e dos acionistas. Ela passa a vigorar em 2005 e seus dois artigos mais polêmicos são o 302 e o 404 (Revista Capital Aberto, julho/2004).

A seção 302 obriga o presidente e o diretor financeiro da companhia a certificarem os balanços destas, atestando a veracidade das informações. Em caso de fraude estes podem sofrer multas de até US\$ 10 milhões ou 20 anos de prisão (Revista Capital Aberto, julho/2004).

Já a seção 404 determina que as empresas devem adotar certos padrões de controles internos na emissão de relatórios financeiros. Para as empresas que ainda não seguem essas normas a implantação desses controles pode ser bastante onerosa

---

<sup>23</sup> Entre estas estão a Enron, World Com e AOL.

<sup>24</sup> A denominação desta é uma "homenagem" ao deputado Michael Oxley e ao senador Paul Sarbanes que foram os autores da referida lei (Revista Exame, junho/2003).

e difícil devido às significativas lacunas existentes entre os funcionários que executam os controles e os executivos (Revista Capital Aberto, julho/2004).

Diante de tudo isso não se pode prever com clareza o que irá ocorrer com o mercado acionário norte-americano nos anos vindouros. Será ele estimulado pela maior confiabilidade? Ou esvaziado pelas rigorosas exigências? Porém a realidade atual coloca as boas práticas de GC como tema central das discussões sobre o mercado de capitais norte-americano.

### 3.2.2 A Governança Corporativa na Europa

Ao ser analisado o processo de desenvolvimento da GC na Europa é necessário que sejam descritos os dois sistemas (ou “modelos”) existentes naquele continente.

O primeiro sistema de GC é o anglo-saxão, presente fundamentalmente no Reino Unido. Esse sistema é semelhante ao empregado no mercado acionário dos Estados Unidos. Segundo Silveira (2002), o mercado de ações inglês tem, basicamente, as mesmas características de estrutura de propriedade do norte-americano, ou seja, há uma grande pulverização das ações entre os diversos acionistas da companhia.

Lodi (2000), coloca que até o final da década de 1980 na Inglaterra, imperavam os chamados Clubes de Conselheiros em que eram comuns as trocas de favores entre conselheiros das mais diversas empresas. Visando disciplinar o comportamento dos conselheiros e acabar com tais favorecimentos surgiu o Relatório Cadbury de Melhores Práticas de GC, criado pelo Banco da Inglaterra em 1992. A Bolsa de Valores de Londres (*London Stock Exchange*) publicou, em paralelo, um documento denominado Relatório Hampel. Ambos são compostos por uma série de regras de conduta que tem como objetivo final à preservação dos interesses do acionista.

O outro sistema de GC existente naquele continente é o alemão que é característico da maioria dos países da Europa continental.

Segundo Silveira (2002), o sistema de GC alemão é, em sua essência, diferente do sistema anglo-saxão predominante nos Estados e no Reino Unido. Na Alemanha as empresas buscam equilibrar suas necessidades com os interesses do grande público (credores, empregados, fornecedores, etc), uma característica da perspectiva *stakeholder* que aparece em grande parte da Europa continental. Outra diferença entre

esses sistemas refere-se a estrutura de propriedade das empresas. Segundo Siffert (1998), enquanto na Inglaterra a predominância é de empresas com propriedade dispersa e pulverização das ações, na Alemanha o capital fica concentrado nas mãos de poucos e grandes acionistas.

Seguindo com a análise da GC na Alemanha devem ser observadas as características do mercado acionário desse país. Em comparação com as outras economias desenvolvidas percebe-se o subdesenvolvimento do mercado alemão. Dados de 1998 demonstram que a Bolsa alemã apresentou cerca de metade da capitalização da Bolsa de Valores londrina (Silveira, 2002).

O mesmo não pode ser dito sobre o mercado de crédito alemão. Ao contrário do mercado de ações, o mercado de crédito é bastante desenvolvido. Boa parte desse desenvolvimento decorre da grande participação que os bancos detêm nas empresas desse mesmo país. Segundo Rabelo e Silveira (1999), os bancos exercem um importante papel na coordenação do sistema financeiro alemão. Hitt, Ireland e Hoskisson (2002), informam que os principais bancos da Alemanha são o *Deutsche*, o *Dresdner* e o *Commerzbank*.

Silveira (2002), diz que a participação substancial do mercado de crédito alemão em relação ao mercado acionário vem desde o século XIX. A partir daquele período os grandes bancos passaram a fornecer o financiamento de curto e longo prazos e o capital de risco para as empresas, além de exercerem o controle ativo das mesmas.

Segundo Rabelo e Silveira (1999), os outros investidores institucionais como os fundos de pensão e as seguradoras têm um papel bastante limitado no mercado acionário alemão. Isso ocorre porque estes não conseguem participar ativamente da gestão das empresas, pois o direito de voto é restrito e as informações prestadas não costumam ser detalhadas. Outro fator que, segundo os autores, inibe a participação desses investidores é o direito assegurado aos *stakeholders* que tem “assento” no Conselho de Administração das empresas.

Porém, Lethbridge (1997), observa que para atender a demanda dos investidores internacionais e tentar assim fortalecer seu mercado de ações as empresas e as Bolsas de Valores alemãs estão sendo obrigadas a passar por um processo de reestruturação.

Silveira (2002), coloca que o grande impulso para o desenvolvimento do mercado de ações alemão se deu através da criação do Novo Mercado alemão, o

*Neuer Market*. Esse segmento foi alocado na Bolsa de Frankfurt exigindo das empresas participantes respeito a regras de transparência e proteção aos investidores.

Segundo Barros *et alli* (2000), o motivo principal para a criação do *Neuer Market* foi propiciar liquidez ao mercado acionário alemão. Para isso, era preciso que fossem convencidos os administradores da Bolsa de Valores de Frankfurt, a maior da Alemanha. Esse administrador era a empresa privada *Deutsch Börse*, de propriedade dos grandes bancos alemães. Estes estavam céticos de que a criação desse segmento de mercado pudesse fornecer um financiamento adequado as empresas desse mesmo país.

De 1997 a 2000 mais de 200 empresas aderiram ao *Neuer Market*, número correspondente a um terço do total de empresas que abriram capital na Alemanha entre os anos de 1949 e 1999.

As empresas que integraram o *Neuer Market* eram, basicamente, de capital de risco<sup>25</sup>, com grande potencial de crescimento. O foco em empresas com essas características foi, provavelmente, um fator que impediu uma “vida mais longa” a esse segmento de mercado. Com o fim da bolha da *internet*<sup>26</sup> em março de 2000, as ações das integrantes do *Neuer Market* passaram a ser depreciadas paulatinamente. O *Neuer Market* encerrou suas operações em 2003.

### 3.2.3 A Governança Corporativa no Japão

Segundo Hitt, Ireland e Hoskisson (2002), as questões relativas a GC no Japão são significativamente afetadas pelo tripé; obrigação-família-consenso. A obrigação refere-se ao ato de retribuir de alguma forma uma pessoa, família ou entidade que tenha lhe prestado um serviço anterior. O consenso influi diretamente na tomada de decisões e, muitas vezes, é mais valorizado que os créditos geralmente distribuídos aos executivos de outras nações. Os autores colocam que esse princípio, por último descrito, faz com que o processo de tomada de decisão seja demasiadamente lento e desajeitado.

---

<sup>25</sup> Notadamente as de alta tecnologia, de *venture capital*.

<sup>26</sup> Veja mais sobre a bolha da *internet* em Brenner (2003). Mais sobre bolhas especulativas em mercados financeiros pode ser visto em Shiller (2000).

Silveira (2002), argumenta ainda, que o fato de a cultura japonesa ser tradicionalmente coletivista, leva as empresas a atuarem, na maioria das vezes, buscando equilibrar seus interesses com os dos *stakeholders*<sup>27</sup>. A partir disso extrai-se uma característica peculiar das empresas japonesas; o emprego vitalício. Isso leva essas a priorizarem o crescimento absoluto de sua participação de mercado, deixando em segundo plano a maximização dos lucros.

O sistema de GC japonês tem outra característica especial que é o *keiretsu* horizontal. Segundo Hitt, Ireland e Hoskisson (2002) e Silveira (2002), esse é formado por um conjunto de empresas e instituições financeiras que estão ligadas pela posse conjunta de ações. Elas atuam em redes de participações cruzadas ligadas a um banco principal. Cada firma do *keiretsu* possui em torno de 2% de qualquer outra firma membro. No entanto, cada companhia tem uma participação acionária equivalente a esta em todas as outras empresas do *keiretsu*. Como consequência cerca de 30% a 90% de uma firma são possuídas por outros membros do *keiretsu*.

Silveira (2002), explica que o Conselho de Administração japonês tem em seus quadros um grande número de executivos que, por bons serviços prestados a companhia ao longo dos anos, foram recompensados com assentos no referido Conselho. O presidente da empresa é quem tem a incumbência de selecionar novos membros para este, tornando o presidente do Conselho de Administração apenas uma figura meramente decorativa. Assim, o conselho japonês é composto por um número excessivo de indivíduos que são, em sua maioria, internos a empresa, o que não o torna um bom mecanismo de GC.

Porém, Lethbridge (1997), argumenta que para atender as exigências dos investidores internacionais, às companhias japonesas estão tendo que revisar alguns princípios historicamente vigentes. Os presidentes dessas empresas redefiniram o emprego vitalício e passam a colocar agora o acionista em primeiro lugar. Os bancos enfraqueceram após a quebra da Bolsa de Tóquio em 1989, fato que levou a um aumento significativo da inadimplência. Participações acionárias cruzadas foram liquidadas e a lealdade dos *keiretsu* não é mais como em períodos passados.

---

<sup>27</sup> A expressão *stakeholders* refere-se a todo o público diretamente afetado pela conduta da empresa como acionistas, credores, fornecedores, empregados e clientes.



Entretanto é necessário que seja ressaltado o que foi dito anteriormente, o sistema de GC japonês já foi consenso no mundo no início dos anos 1980 e tem suas virtudes, por isso não deve ser simplesmente abandonado.

#### 4. A GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL

No capítulo anterior foram observadas as principais características dos sistemas de GC existentes no mundo. Duas visões podem ser consideradas acerca desse tema. A primeira é aquela que predomina nos Estados Unidos e no Reino Unido. Esta apresenta um grande viés *shareholder*, ou uma preocupação quase que exclusiva com os acionistas da empresa. A segunda é a que está presente na maioria dos outros países do mundo, a *stakeholder*, na qual a preocupação vai além daquela relacionada apenas aos acionistas em si, indo ao encontro dos interesses de toda a sociedade.

No Brasil foram incorporados elementos das duas visões, criando-se um sistema híbrido que pode ser chamado de “sistema de Governança Corporativa brasileiro”.

Quando se fala em GC no Brasil, muitas vezes, “vem a mente” de grande parte dos agentes econômicos o problema do subdesenvolvimento do mercado de capitais nacional. A falta de liquidez e credibilidade são marcas registradas do referido mercado. Nisso destaca-se a falta de pujança do que talvez seja o seu principal segmento, o mercado de ações.

Este apresentou e ainda apresenta um número reduzido de empresas de capital aberto e com pequena pulverização do capital acionário das existentes. Nestas é comum à presença de um acionista majoritário controlador que administra a aplicação dos recursos da mesma.

Por isso, o conflito de agência característico dos países fora do sistema anglo-saxão de GC, dentre eles o Brasil, é entre acionistas controladores e minoritários. Este, portanto, se apresenta de forma diferente das nações citadas primeiramente, nas quais o referido conflito se dá entre os acionistas e administradores, que são, muitas vezes, externos a empresa.

A seguir faz-se um estudo das características estruturais do mercado de capitais brasileiro, dando maior ênfase ao segmento relativo ao mercado de ações e Bolsas de Valores, desde a primeira subscrição até os dias atuais. A respeito desse ponto será ressaltado que a GC surge como uma alternativa para atingir-se um maior desenvolvimento do mercado acionário nacional.

#### **4.1 Condições Estruturais do Mercado de Capitais brasileiro através dos tempos**

Segundo Casagrande (1989), a primeira subscrição de ações de uma instituição no Brasil ocorreu em 10 de outubro de 1808, quando Dom João VI constituiu o Banco do Brasil e ofereceu a colônia o capital deste. Porém, tal emissão foi um fracasso, pois o governo só conseguiu integralizar 10% do total subscrito. A integralização restante custou um enorme esforço que obrigou o governo a conceder até títulos de nobreza aos maiores subscritores.

Outras tentativas foram feitas dessa vez por meio da iniciativa privada através do Visconde de Mauá, mas novamente não surtiram efeito, minando ainda mais a credibilidade do mercado de capitais brasileiro.

No período que vai de 1850 até 1889 a única Bolsa em funcionamento era a Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, a primeira da história do Brasil<sup>28</sup>. Conforme Goldsmith (1986), esta operava em escala bastante reduzida nesses anos. A maior parte das empresas relacionadas na referida Bolsa era de instituições financeiras, notadamente bancos, com cerca de 60% do total de participantes, seguidos de companhias de seguros, de estradas de ferro, bondes, empresas de navegação e têxteis. Essas eram as únicas companhias em que o grande público detinha alguma participação. Nas outras indústrias as aberturas de capital eram ainda extremamente raras, ou então, a totalidade das ações ficavam retidas com a diretoria.

Entre 1888 e 1892 o mercado acionário brasileiro assiste o que Goldsmith (1986, p. 106), chamou de “inchaço do mercado de ações”. Esse se deu através de um surto de formação e aberturas de capital de diversas companhias, o que aumentou, significativamente, o número de ações em circulação e também o preço das mesmas. Nos anos seguintes, o que se vê, é uma queda vertiginosa dos preços destas, que culminaram com a posterior falência da maioria dessas empresas. De 1900 até 1913 os preços voltam a subir levemente, mas não mais aos níveis anteriores. Esse episódio resultou em grandes lucros para poucos e enormes perdas para inúmeros investidores, o que, possivelmente, contribuiu para o desempenho insatisfatório do mercado acionário e para o baixo nível de emissões por duas décadas. A contribuição desse fato

---

<sup>28</sup> A Bolsa de Valores de São Paulo foi fundada em 23 de agosto de 1890.

para o desenvolvimento da indústria e da economia foi irrisória, uma vez que o mercado de ações respondia por menos de 1% do Produto Interno Bruto (PIB) no período.

Após 1913 coloca Goldsmith (1986), ocorre uma mudança no setor dominante do mercado acionário brasileiro com o aumento da participação do segmento industrial nas negociações na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro. Esse veio acompanhado de uma redução da representação dos bancos no total de negócios da referida bolsa.

Nos anos 1930 o mercado acionário brasileiro continua a ter uma participação pouco significativa no crescimento da economia nacional. Em um período que vai até 1945 tem-se uma redução do número de empresas listadas na Bolsa de Valores do Rio Janeiro.

Com relação a governança empresarial percebe-se que a partir desta época o Brasil passa a ter seu crescimento calcado no clássico tripé capital privado nacional/estatal/estrangeiro (Siffert, 1998). Cada um deles concentrou suas atividades em uma determinada área. As atividades relacionadas a infra-estrutura e insumos básicos ficaram a cargo do capital estatal. Ao capital privado nacional coube cuidar das áreas agrícola, bancária comercial e das indústrias “leves”. O capital estrangeiro centrou-se nas indústrias produtoras de bens de consumo e de maior conteúdo tecnológico (Siffert, 1998).

A característica básica desse cenário eram empresas estatais que atendiam ao seu controlador, o governo, empresas privadas com típico controle familiar e filiais de empresas estrangeiras, todas inseridas em um processo concorrencial controlado (Siffert, 1998).

Os anos 1950 não apresentam mudanças significativas do mercado acionário se for feita uma comparação com o período imediatamente anterior. Segundo Lodi (2000), esse período é marcado pela presença forte de um acionista controlador familiar nas empresas, com Conselhos de Administração pouco atuantes e com profundo desconhecimento das atitudes do gestor.

As décadas de 1960 e 1970 são marcantes para a definição das características estruturais do mercado acionário brasileiro em anos posteriores. Nesta época o governo atuou fornecendo diversos benefícios fiscais as empresas que abrissem capital, com o intuito de fortalecer o mercado de capitais nacional (Vieira e Corrêa, 2002).

Vieira e Corrêa (2002), citam como o primeiro desses benefícios o FUNDECE (Fundo de Democratização do Capital das Empresas). Esse fundo foi sancionado pelo

governo federal em 1964. Tinham prioridade em acessar esse recurso empresas que abrissem capital, produzissem para a exportação e cuja produção pudesse eliminar certos “gargalos estruturais” existentes na época. Segundo os autores, o FUNDECE acabou incentivando a abertura de capital de empresas com problemas de financiamento. Os propositores dessa medida acreditavam que as empresas poderiam saldar seus débitos através da emissão de ações negociadas em Bolsas de Valores.

A lei 4506, também de 1964 institui o imposto de renda sobre a distribuição de lucros e dividendos em seu artigo 38. Porém, com o objetivo de melhorar a capitalização do mercado acionário, o governo, em artigo 39 da mesma lei, isentou da cobrança desse imposto, as empresas que pudessem ser consideradas de capital aberto.

Nas reformas financeiras de 1964/67<sup>29</sup> o governo tentou dar mais representatividade ao mercado de capitais nacional. Através da Resolução 16 do Banco Central foi regulamentado que só poderiam ser consideradas abertas empresas que apresentassem certo índice de negociabilidade de suas ações em Bolsa. A intenção do governo era clara, aumentar a liquidez do mercado. A expectativa acabou não se confirmando e a Resolução 16 foi revogada.

Diante deste quadro o governo decidiu adotar outras medidas para, novamente, incentivar o crescimento do mercado de capitais nacional. A que acabou adquirindo maior importância refere-se ao Decreto-Lei 157, comumente chamado de Fundo 157, no ano de 1967. Através do uso desse mecanismo firmas e contribuintes poderiam “pagar” uma percentagem do imposto de renda comprando Certificados de Compra de Ações (CCA), papel emitido por instituições financeiras autorizadas. Estes correspondiam, basicamente, a títulos de dívida de empresas que aumentassem a circulação de partes de seu capital em formas de ações, debêntures ou imóveis.

Depois disso tem-se um aumento do volume de negociações em Bolsa que salta de 0,35% em 1968 para 9% do PIB em 1971. O valor de mercado das ações sobe de cerca de 4% para 40% do PIB no mesmo período. Isso é um sinal de que um grande número de empresas abriram capital nesses anos.

---

<sup>29</sup> Talvez a mais conhecida das reformas implantadas pelo governo nesse período foi o Programa de Ação Econômica do Governo (PAEG). Segundo Giambiagi e Além (2000), o PAEG foi implantado em 1964 e tinha como principal objetivo o combate ao processo inflacionário e a retomada do desenvolvimento econômico que foi interrompido nos anos de 1962/63.

Contudo, isso não foi suficiente para alavancar de vez o mercado de capitais brasileiro. A intenção era que ele viesse a se tornar um importante local onde pudessem ser captados recursos. Porém, grande parte dessas empresas que abriram capital pouco negociaram suas ações na Bolsa de Valores. Muitas delas são empresas de pequeno porte que jamais pulverizaram suas ações, concentrando o total do capital social nas mãos de uns poucos acionistas majoritários.

Na verdade essas empresas abriram capital apenas para tirar vantagens dos benefícios concedidos pelo governo para empreendimentos com estas características. Quando estas necessitavam de recursos recorriam ao Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), através de contínuas repactuações de créditos de curto prazo ofertados internamente. O momento de expansão da liquidez no Sistema Financeiro Internacional favorecia, amplamente, esse tipo de manobra.

Nos anos 1980<sup>30</sup> as negociações de ações continuaram concentradas em algumas poucas companhias. Segundo Goldsmith (1986), em 1980 as cinco ações mais negociadas correspondiam a 31% do total de transações no mercado a vista. Lodi (2000), afirma que nessa época o mercado de capitais brasileiro era extremamente pequeno, restrito apenas a 80 companhias com boa liquidez de seus papéis.

Nos anos 1990 as transformações na economia brasileira seguem em curso, agora de maneira mais radical, principalmente quanto à questão da estrutura de propriedade das empresas. Conforme Siffert (1998), é nesse período que inicia-se o processo de abertura comercial e redefinem-se os padrões de consumo e de produção até então vigentes.

Outro fato que deve ser considerado de suma importância quando é feita qualquer análise dessa época refere-se ao processo de privatização das empresas estatais. Entre 1991 e 1997 a transferência patrimonial oriunda desse processo foi de US\$ 37,6 bilhões (Siffert, 1998).

Essas transformações estruturais da economia brasileira levaram a uma redefinição das condições concorrenciais. A proteção que vigorava até então criava um ambiente favorável a uma postura acomodatória dos empresários tanto na busca por um maior desenvolvimento tecnológico, melhora da qualidade dos produtos e gestão

---

<sup>30</sup> Sobre os condicionantes macroeconômicos característicos da economia brasileira nos anos 1980 veja Abreu (1990).

das empresas. A retirada do Estado de importantes áreas do setor industrial e de serviços cria amplas oportunidades para capitais privados nacionais e estrangeiros.

A partir de 1994 com a estabilização monetária o Brasil assiste a um forte aumento da atratividade da economia nacional, fruto de uma considerável expansão do mercado interno. Além da melhora das condições internas da economia brasileira, significativas mudanças no cenário internacional provocam o retorno, em grande intensidade, dos fluxos de capital estrangeiro ao país.

Barros *et alli* (2000), coloca que esse retorno de capitais ao Brasil não significou um maior desenvolvimento do mercado nacional. Pelo contrário, estes ficaram restritos a algumas poucas empresas que apresentavam liquidez nesse período. Com isso, o que houve, na verdade, foi um aumento da concentração e não dispersão de capitais nesta década.

Nessa mesma época, percebe-se uma intensificação da captação de recursos em mercados externos através de *DR's (Depositary Receipt)*, com maior ênfase em *ADR's (American Depositary Receipt)*<sup>31</sup>, lançados no mercado norte-americano. Este pode ser considerado um outro fator que inibe um maior desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro na medida em que transfere para outros mercados a negociação de ações (Cavalcante e Misumi, 2001). Depois disso, essas empresas, quando necessitam de financiamento, passaram a recorrer as *ADR's*, além do já tradicional BNDES (Barros *et alli*, 2000).

Diante do exposto, Vieira e Corrêa (2002, p. 6), explicitam as características estruturais do mercado acionário brasileiro:

(i) grande concentração da propriedade e do controle das empresas, (ii) pouca negociabilidade desses controles e das próprias ações em bolsa, (iii) balanços contábeis e financeiros pouco transparentes e uma (iv) fraca legislação de proteção aos acionistas minoritários que inviabiliza a participação ativa da grande maioria dos acionistas nas decisões que definem a direção futura das empresas em que detêm ações.

Para tentar superar esses problemas e fortalecer o mercado de capitais nacional tem início a partir de meados dos anos 1990 o movimento em favor das boas práticas

---

<sup>31</sup> Segundo Cavalcante e Misumi (2001, p. 50), "Os ADR são recibos negociáveis que representam a propriedade de ações emitidas por empresas **não-americanas** [grifo do autor]. [...] Foi desenvolvido para permitir a investidores americanos acesso ao mercado de ações de outros países, dentro dos Estados Unidos [...]" Mais sobre *ADR's* pode ser visto em Marcon (2002).

de GC no Brasil. O passo inicial é dado por meio da criação do IBGC em 1995. Segundo Silveira (2002), esta é a única instituição focada na discussão acerca desse tema na América Latina. Nesse mesmo ano, o IBGC lançou o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, atualizado em 2002. Esse dispõe sobre temas como relacionamentos entre controladores e minoritários e regras para o Conselho de Administração.

Contudo a criação do IBGC foi apenas um primeiro passo dentro da temática da GC envolvendo o mercado de capitais brasileiro. Na passagem do ano 2000 para 2001 a BOVESPA inaugura três novos segmentos onde serão listadas companhias que adotem práticas diferenciadas de GC. Esses segmentos serão discutidos mais detalhadamente no item posterior.

#### **4.2 Os níveis diferenciados de Governança Corporativa e o Novo Mercado da BOVESPA**

Em dezembro de 2000 a BOVESPA criou três novos segmentos de listagem para empresas que atendessem a certos padrões diferenciados de GC. Esses são divididos em níveis 1 e 2 e o que pode-se ser chamado de “nível 3” que nada mais é que o NM. As exigências para a adesão a qualquer destes crescem de acordo com o segmento no qual a empresa escolher se inserir, sendo maiores no NM que no nível 2 e mais abrangentes neste último do que no nível 1.

A adesão a qualquer um desses segmentos é facultativa a qualquer empresa que desejar ir além dos dispositivos presentes na Lei das Sociedades Anônimas brasileira (Lei 10303/01)<sup>32</sup>. Porém, esta não é automática e mesmo que a empresa esteja atendendo todas as normas necessárias para listagem em qualquer um desses segmentos ela tem de assinar um contrato com a BOVESPA, para que sua inclusão no referido segmento seja efetivada.

Uma das intenções da BOVESPA, com a criação desses segmentos, é a de tentar oferecer um ambiente que proporcione uma maior segurança aos investidores e uma melhor valorização das companhias listadas nos mesmos. A idéia é a de que, a qualidade e a quantidade das informações prestadas reduz a incerteza e os riscos,

---

<sup>32</sup> A Lei 10303/01 é uma revisão da “antiga” Lei das Sociedades Anônimas, Lei 6404/76. Veja mais sobre a Lei das Sas em <<http://www.cnb.org.br/html/legisla.html>>



reduzindo o custo de captação de recursos. Isso incentivaria novas aberturas de capital e emissões, tornando o mercado de capitais brasileiro uma alternativa viável de financiamento para as empresas (BOVESPA, 2002b).

#### 4.2.1 Nível 1 de Governança Corporativa diferenciada da BOVESPA

As empresas que integram o nível 1 de GC diferenciada da BOVESPA comprometem-se, basicamente, em melhorar as informações prestadas a seus acionistas e a possíveis interessados na compra de ações das mesmas.

Outra característica desse nível é a maior pulverização do capital acionário das empresas integrantes do mesmo. Outros pontos principais que devem ser considerados são os seguintes:

- 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;
- Informar 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<sup>33</sup>.

Pelo menos um destes dispositivos merece uma análise mais acurada; é aquele que refere-se a manutenção mínima de pelo menos 25% do total de capital em circulação<sup>34</sup>. A intenção da BOVESPA com esta norma é garantir um bom volume de ações em circulação propiciando a liquidez necessária para o fortalecimento do mercado secundário.

Atualmente 31 empresas integram o nível 1 de GC diferenciada da BOVESPA. Essas estão dispostas no quadro 2 a seguir.

---

<sup>33</sup> Disponível em <<http://www.bovespa.com.br/Principal/htm>> Acesso em 20/10/2004.

<sup>34</sup> Esse percentual mínimo é o chamado *free-float* de 25%.

## QUADRO 2

Empresas que integram o nível 1 de GC diferenciada da BOVESPA.

<b>Razão Social</b>	<b>Nome de Pregão</b>
ARACRUZ CELULOSE S.A.	ARACRUZ
BCO BRADESCO S.A.	BRADESCO
BCO ITAU HOLDING FINANCEIRA S.A.	ITAUBANCO
BRADESPAR S.A.	BRADESPAR
BRASIL TELECOM PARTICIPACOES S.A.	BRASIL T PAR
BRASIL TELECOM S.A.	BRASIL TELEC
BRASKEM S.A.	BRASKEM
CIA BRASILEIRA DE DISTRIBUICAO	P.ACUCAR-CBD
CIA ENERGETICA DE MINAS GERAIS - CEMIG	CEMIG
CIA FIACAO TECIDOS CEDRO CACHOEIRA	CEDRO
CIA HERING	CIA HERING
CIA TRANSMISSAO ENERGIA ELET PAULISTA	TRAN PAULIST
CIA VALE DO RIO DOCE	VALE R DOCE
CONFAB INDUSTRIAL S.A.	CONFAB
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
PERDIGAO S.A.	PERDIGAO S/A
RANDON S.A. IMPLEMENTOS E PARTICIPACOES	RANDON PART
RIPASA S.A. CELULOSE E PAPEL	RIPASA
ROSSI RESIDENCIAL S.A.	ROSSI RESID
S.A. FABRICA DE PRODS ALIMENTICIOS VIGOR	VIGOR
SADIA S.A.	SADIA S/A
SAO PAULO ALPARGATAS S.A.	ALPARGATAS
SUZANO BAHIA SUL PAPEL E CELULOSE S.A.	SUZANO PAPEL
UNIBANCO HOLDINGS S.A.	UNIBANCO HLD
UNIBANCO UNIAO DE BCOS BRASILEIROS S.A.	UNIBANCO
VOTORANTIM CELULOSE E PAPEL S.A.	V C P
WEG S.A.	WEG

Fonte: Adaptado de BOVESPA<sup>35</sup>

### 4.2.2 Nível 2 de Governança Corporativa diferenciada da BOVESPA

Para ser uma companhia integrante do nível 2 de GC diferenciada da BOVESPA essas devem, além de seguirem as normas previstas pelo nível 1, se comprometerem com um conjunto maior de regras que equilibrem os interesses de minoritários e controladores.

As principais características que uma empresa deve seguir para ser listada nesse segmento estão no trecho abaixo:

<sup>35</sup> Disponível em <<http://www.bovespa.com.br/Principal/htm>> Acesso em 20/10/2004.

- 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, 70% 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<sup>36</sup>.

Alguns pontos destes dispositivos devem ser destacados. Primeiramente percebe-se a questão de incentivar um maior rodízio nos Conselhos de Administração das empresas.

Depois vê-se que, a BOVESPA, exige que as empresas integrantes deste nível disponibilizem seus balanços patrimoniais seguindo padrões internacionais de contabilidade. Esse fato torna mais fácil a avaliação dessas empresas pelos investidores estrangeiros, trazendo maior segurança a estes e propiciando uma maior demanda por esses papéis.

O penúltimo item reza sobre o fechamento de capital e cancelamento do contrato de adesão ao nível 2. Nesse caso controlador deve fazer uma oferta pública de aquisição tendo como base o valor econômico da empresa. Este último deve ser determinado por uma empresa especializada, que será selecionada em Assembléia Geral diante de uma lista tríplice determinada pelo Conselho de Administração (BOVESPA, 2002b). “A escolha dá-se por maioria absoluta de votos das ações em circulação (ou seja, sem os votos do controlador), independente da espécie ou classe da ação” (BOVESPA, 2002b, p. 9).

Quanto a Câmara de Arbitragem do Mercado pode-se dizer que ela foi constituída pela BOVESPA em 2001 com o intuito de resolver possíveis conflitos societários propiciando as empresas economia de tempo e recursos. Fazem parte desta os controladores, administradores e o Conselho Fiscal das companhias nível 2, além da própria BOVESPA (BOVESPA, 2002b).

---

<sup>36</sup> Disponível em <<http://www.bovespa.com.br/Principal/htm>> Acesso em 20/10/2004.

Atualmente 5 empresas integram o segmento nível 2 de GC diferenciada da BOVESPA. O quadro 3 indica quais são essas empresas.

### QUADRO 3

Empresas integrantes do nível 2 de GC diferenciada da BOVESPA.

Razão Social	Nome de Pregão
ALL AMERICA LATINA LOGISTICA S.A.	ALL AMER LAT
CENTRAIS ELET DE SANTA CATARINA S.A.	CELESC
GOL LINHAS AEREAS INTELIGENTES S.A.	GOL
MARCOPOLO S.A.	MARCOPOLO
NET SERVICOS DE COMUNICACAO S.A.	NET

Fonte: Adaptado de BOVESPA<sup>37</sup>

#### 4.2.3 O Novo Mercado da BOVESPA

O NM é um segmento de negociação de ações criado pela BOVESPA com o intuito de promover um maior desenvolvimento do mercado de capitais nacional.

Segundo Peixe (2003), alguns países da Europa criaram segmentos em suas Bolsas de Valores similares ao NM brasileiro. Podem ser citados como exemplos dessa iniciativa o *Neuer Market* na Alemanha, o *Nuovo Mercato* na Itália, o *Nouveau Marche* na França e o e o *TechMark* na Inglaterra. Esses, “Novos Mercados”, foram criados com o objetivo de atrair empresas de alta tecnologia e grande potencial de crescimento.

O NM brasileiro, entretanto, não discrimina setor ou tamanho de empresas que estiverem interessadas em aderir a este segmento. A BOVESPA exige, basicamente, que estas empresas adotem certos padrões de boas práticas de GC e algumas outras regras que serão discutidas a seguir.

As empresas que tem em vista fazer sua abertura de capital via NM necessitam que esta se faça através de uma distribuição pública com valor mínimo de R\$ 10 milhões, seja ela primária, secundária ou uma combinação das duas (BOVESPA, 2002a).

As empresas que já estiverem listadas na BOVESPA não necessitam de distribuição pública para migrarem ao NM desde que tenham no mínimo 500 acionistas e atendam as demais disposições do regulamento (BOVESPA, 2002a).

<sup>37</sup> Disponível em <<http://www.bovespa.com.br/Principal/htm>> Acesso em 20/10/2004.

Para aderir ao NM as empresas devem se comprometer em atender a todas as exigências impostas as companhias listadas no segmento nível 2 da BOVESPA, já descritas anteriormente. Além disso, todo o capital acionário destas deve ser constituído por ações ordinárias, eliminando de vez o papel das ações preferenciais<sup>38</sup>.

Conforme Peixe (2003), o NM traz maior segurança ao investidor, pois neste segmento são negociadas apenas ações com direito a voto. Isto permite que este possa acompanhar mais de perto a evolução da companhia. Assim, ele tem a oportunidade de adquirir um “produto” (ação) com características diferenciadas de qualidade.

Assaf (1999), coloca que as ações ordinárias dão a seus titulares o direito de destituir os membros da diretoria, decidir qual será o destino dos lucros, votar contas patrimoniais e outros assuntos de grande importância, levando o acionista a ter um contato mais direto com o andamento dos negócios da empresa.

Outra regra do NM que caminha no sentido de dar maior proteção ao pequeno investidor reza sobre a alienação de controle da empresa. Segundo a BOVESPA (2002c, p. 6), “em caso de venda do controle acionário, o comprador estenderá a oferta de compra a todos os demais acionistas, assegurando-se o mesmo tratamento dado ao controlador vendedor”. Isso é o que geralmente é chamado no “jargão” do mercado financeiro de *tag along* de 100%. Este refere-se ao prêmio de controle da companhia. Ao estender o referido prêmio a todos os demais acionistas espera-se que, em contrapartida, o mercado reconheça esta garantia e melhore a precificação das ações das referidas empresas.

Isso vai na esteira da idéia concebida de estimular o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, pois ao passo que, o pequeno investidor, sente-se mais seguro quanto ao investimento em ações ele pode ser atraído para esse mercado.

Assaf (1999), argumenta que à medida que esse mercado se desenvolve aumenta o número de acionistas com a pulverização das ações entre os investidores. A partir disso exige uma menor concentração do capital votante para exercer o controle acionário de uma empresa.

---

<sup>38</sup> As ações preferenciais não atribuem a seu titular o direito a voto. Porém, dão a seus titulares a prioridade no recebimento de dividendos e o reembolso do capital no caso de dissolução da empresa. Observa-se então, que para o “preferencialista”, o lucro passa a ser mais importante que o controle da companhia. Assim, este prioriza a distribuição de resultados (Assaf, 1999).

Nishi (2003), coloca que o esforço feito com a criação do NM se deve a que essas empresas, transmitam uma imagem positiva a toda população diretamente interessada sobre as negociações de valores em mercados de capitais. Caso a BOVESPA tenha êxito nessa empreitada, tem-se como consequência, uma obtenção pela empresa de ganhos em termos de liquidez e uma maior facilidade e redução no custo de captação dos recursos.

As 5 empresas dispostas no quadro 4 são as que integram o NM atualmente.

Quadro 4

Empresas que integram o NM da BOVESPA.

Razão Social	Nome de Pregão
CIA CONCESSOES RODOVIARIAS	CCR RODOVIAS
CIA SANEAMENTO BASICO EST SAO PAULO	SABESP
CPFL ENERGIA S.A.	CPFL ENERGIA
GRENDENE S.A.	GRENDENE
NATURA COSMETICOS S.A.	NATURA

Fonte: Adaptado de BOVESPA<sup>39</sup>

#### 4.2.4 O Índice de Governança Corporativa

O Índice de Governança Corporativa diferenciada (IGC) objetiva medir o desempenho de uma carteira teórica composta pelas ações que compõe os três segmentos de empresas com boas práticas de GC da BOVESPA (BOVESPA, 2001).

Todas as empresas listadas nos níveis 1 e 2 de GC diferenciada da BOVESPA e no NM fazem parte do referido índice. Essas empresas só não serão incluídas no mesmo se possuírem uma liquidez muito estreita de seus papéis (BOVESPA, 2001).

As ações que compõem a carteira que forma o referido índice são ponderadas pelo seu valor de mercado multiplicado por um fator de governança. Esse último terá pesos 2; 1,5 e 1, para os papéis das empresas do NM, níveis 2 e 1, respectivamente (BOVESPA, 2001).

<sup>39</sup> Disponível em <<http://www.bovespa.com.br/Principal/htm>> Acesso em 29/10/2004.

A fórmula de cálculo do IGC é exposta a seguir:

$$\text{IGC}(t) = \text{IGC}(t-1) * \frac{\sum_{i=1}^n Q_{i,t-1} * P_{i,t}}{\sum_{i=1}^n Q_{i,t-1} * P_{i,t-1}} \quad (1)$$

Onde:

- **IGC(t)** = valor do índice no dia t
- **IGC(t-1)** = valor do índice no dia t-1
- **n** = número de ações integrantes da carteira teórica do índice
- **Q<sub>it-1</sub>** = quantidade teórica da ação i disponível à negociação no dia t-1. Na ocorrência da distribuição de proventos em ações do mesmo tipo pela empresa, refere-se à quantidade teórica da ação i disponível à negociação no dia t-1, recalculada em função deste provento.
- **P<sub>it</sub>** = preço da ação i no fechamento do dia t
- **P<sub>it-1</sub>** = preço de fechamento da ação i no dia t-1, ou seu preço ex-teórico, no caso da distribuição de proventos nesse dia.

A participação de uma empresa no IGC não poderá ser superior a 20%. Caso isto ocorra serão feitos ajustes que visam adequar o peso do papel a este limite. A BOVESPA efetuará essas reavaliações quadrimestralmente (BOVESPA, 2001).

A base do índice foi fixada em 1000 pontos no dia 25 de junho de 2001 com seu divisor alterando-se para acomodar possíveis exclusões ou inclusões e quando houver ajustes decorrentes de proventos (bonificações, desdobramentos, grupamentos e subscrições) distribuídos pelas empresas (BOVESPA, 2001).

No caso da distribuição de proventos a alteração será dada pela fórmula da quantidade teórica a seguir:

$$Q_n = Q_a * (1 + B + S) \quad (2)$$

Onde:

- **Q<sub>n</sub>** = Quantidade de ações ajustada;
- **Q<sub>a</sub>** = Quantidade de ações anterior;
- **B** = Percentual de bonificação e/ou desdobramento, em decimais;
- **S** = Percentual de subscrição, em decimais.

Serão excluídas também da carteira do índice as empresas que venham a entrar em concordata, falência ou então, retirem parte significativa de suas ações do mercado (BOVESPA, 2001).

O gráfico 1 apresenta a evolução do IGC e do Índice BOVESPA (IBOVESPA) no período que vai de 20/06/2001 até 02/09/2004. A linha mais escura representa o IGC e a mais clara o IBOVESPA.

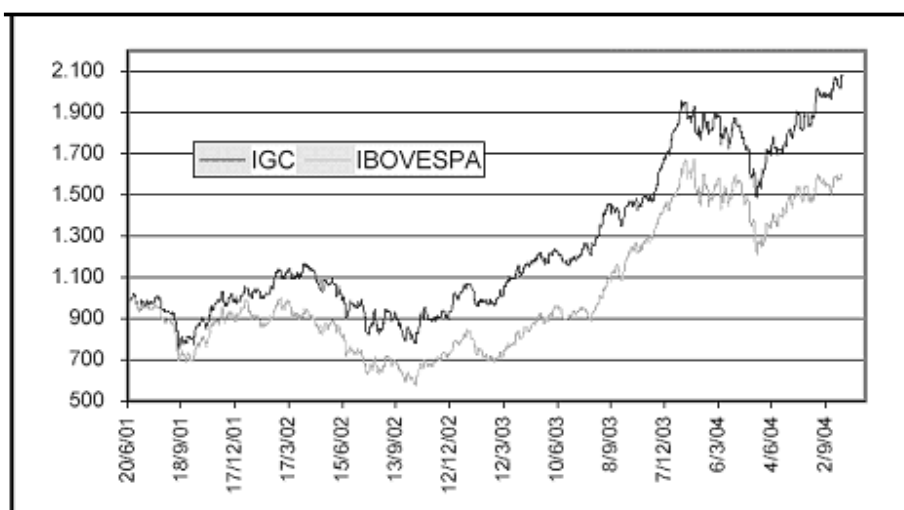


Gráfico 1: Evolução do IGC e IBOVESPA de 20/06/2001 até 02/09/2004 (base 1000 = 25/06/2001).  
Fonte: BOVESPA (2004).

Pela análise do gráfico percebe-se que o IGC vem apresentando um desempenho superior ao IBOVESPA desde sua criação.

#### **4.3 O mercado de capitais e a Governança Corporativa nos dias atuais**

Passados pouco mais de três anos da criação dos segmentos de GC diferenciada da BOVESPA e nove anos do surgimento do IBGC ocorreram muitos avanços nas questões relativas a GC e ao desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro.

Após a onda de fechamento de capital de um bom número de SAs brasileiras que se alastrou na década de 1990 e de dois anos (2002/2003) nos quais não foi observada nenhuma abertura de capital de qualquer empresa, o Brasil assiste, no ano de 2004, novas emissões, sendo cinco delas nos segmentos de GC diferenciada da BOVESPA<sup>40</sup>. O bom desempenho das ofertas feitas por essas mesmas empresas nesse ano, foi de grande valia e serviu para “aquecer” o mercado.

<sup>40</sup> Até 29/10/2004.



Diversas companhias estão percebendo que, para crescer, não precisam apenas de uma economia estável. Faz-se necessário também um mercado de capitais forte e algumas delas já se mostraram dispostas a construí-lo.

Para isso é fundamental que esse mercado seja merecedor da confiança dos investidores. E o que se vê, é que a credibilidade do mercado de capitais, em especial o segmento acionário, tem crescido significativamente nesse período, graças, em grande parte, à incorporação dos conceitos e práticas da boa GC.

Além disso, percebe-se também que, ter capital aberto confere maior credibilidade as empresas na hora de pedir empréstimos bancários, ou a instituições como o Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID) e BNDES. Um bom exemplo é o Programa de Apoio a Capitalização de Empresas Distribuidoras de Energia Elétrica, do BNDES. O banco exigiu das distribuidoras, como condição prévia para acessar tais recursos, que estas adotassem certas práticas de boa GC. Os bancos também estão impedidos de estruturar ofertas públicas iniciais (IPO's) de empresas que não estiverem dispostas a aderir pelo menos ao nível 1 da BOVESPA. Essa medida consta no Código de auto-regulação da Associação Nacional de Bancos de Investimento (ANBID), de 1998 (Revista Capital Aberto, setembro/2004).

Outras medidas também servem de incentivo para atrair os diversos tipos de investidores aos segmentos de GC diferenciada da BOVESPA. A Resolução nº 3121 do Conselho Monetário Nacional (CMN), de setembro de 2003, estabelece as regras de aplicação dos recursos dos fundos de pensão. O artigo 16 da referida Resolução limita os fundos a aplicarem 50% em ações de empresas que pertençam ao NM ou ao nível 2 da BOVESPA. No caso de empresas que estão listadas no nível 1, as aplicações se limitam a 45%. Os fundos que decidirem aplicar em empresas que não estejam listadas em nenhum desses segmentos tem de limitar esta a 35% de seus recursos totais. Tenta-se, por meio dessa Resolução, estimular os referidos fundos, a destinarem seus recursos que são reservados para renda variável, a empresas que atendam boas práticas de GC.

Entretanto, ainda existem entraves de grande monta que contribuem para o subdesenvolvimento do mercado de capitais de brasileiro. Um deles está na própria Resolução 3121 que permite que os fundos de pensão apliquem até 100%, ou seja, o total de seus recursos em ativos de renda fixa, a maioria títulos públicos.

Mas, provavelmente o requisito de maior peso nos motivos que se referem à pequenez do mercado acionário nacional é o alto percentual da taxa de juros básica da economia (taxa over SELIC). Costa (1999), coloca que no Brasil, o mercado acionário é insignificante em termos macroeconômicos, porque a taxa de juros (taxa SELIC) drena os investimentos para títulos de renda fixa, do mesmo jeito que a inflação os drenava para aplicações indexadas. Como a remuneração dos títulos públicos, que tem baixíssimo risco de calote, é alta, a empresa é obrigada a desembolsar uma fatia ainda maior se quiser atrair compradores. Ou seja, os papéis privados sofrem com a concorrência direta dos títulos públicos.

O terceiro ponto a ser considerado, segundo o mesmo autor, é o descaso da maioria das empresas de capital aberto com os acionistas minoritários, pois a maior parte dos negócios realizados são com ações preferenciais. Costa (1999, p. 272), diz que “um dos dilemas do nanico mercado de capitais brasileiro é o *descaso das empresas abertas com os acionistas minoritários*[itálico do autor]”.

Ainda um quarto ponto deve ser superado. Esse refere-se a alta concentração das ações negociadas no mercado em algumas poucas companhias. Isso retira a liquidez do mercado acionário brasileiro. Como o preço das ações da maioria das empresas está refletindo um valor muito menor que o seu valor patrimonial grande parte delas deixam de fazer emissões públicas de ações, optando pela recompra das que estão em circulação, enfraquecendo o referido mercado (Costa, 1999).

Contudo, as perspectivas futuras parecem animadoras, pois um dos maiores desafios enfrentados em relação ao desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro parece estar sendo vencido. Esse refere-se a atração de um maior número de investidores pessoas físicas ao mercado. A disseminação dos princípios de GC pelas empresas estão conseguindo ultrapassar esta importante barreira.

Iniciativas como a Nova Lei das Sociedades Anônimas (Lei nº 10303/01) que incorporou vários princípios de GC em seus artigos devem ser louvadas. No entanto, é importante que todos os agentes envolvidos com o mercado continuem contribuindo, para quem sabe, no futuro, o sonho de um mercado de capitais nacional desenvolvido se torne realidade.

## 5. CONSIDERAÇÕES FINAIS E RECOMENDAÇÕES

O objetivo primordial da pesquisa foi discutir os pressupostos relativos a chamada GC e, a contribuição desta para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro.

Para isso, partiu-se da idéia de que a SA é um local no qual predomina o conflito de interesses, entre as partes diretamente atingidas pelas formas de alocação e distribuição do capital. A separação entre estrutura de propriedade e controle característica dessas empresas, torna necessária a criação de mecanismos que protejam as partes mais frágeis, envolvidas nas transações. Esses foram denominados mecanismos de GC. Entre eles destacam-se o Conselho de Administração, a estrutura de propriedade e o mercado de aquisição hostil.

É importante salientar que o ambiente institucional, mesmo não sendo incluído entre esses mecanismos, exerce forte influência na amplificação e no aperfeiçoamento dos mesmos. O governo deve agir, por meio das entidades normativas e reguladoras, fornecendo garantias de que os direitos dos investidores e do público em geral serão respeitados.

Além do governo é preciso que outro agente diretamente envolvido nos assuntos referentes a mercado de capitais marque presença; os investidores institucionais. Como foi visto, a atuação incisiva destes, contribuiu sobremaneira para a adoção dos preceitos, incrustados nos Códigos de melhores práticas de Governança Corporativa dos Estados Unidos.

Esses investidores têm grande interesse nas questões referentes à GC, pois tem parte significativa de seus recursos investidos nessas empresas e, portanto, exigem maior participação nas decisões estratégicas das mesmas. Por isso “carregam a bandeira” dos Conselhos de Administração independentes, além de pleitearem vagas nos referidos conselhos.

Outro público diretamente interessado nas práticas de GC são os pequenos investidores. Tais investidores geralmente têm dificuldade de acompanhar as alterações que acontecem nas empresas nas quais são acionistas. Em segmentos que possuam regras mais rígidas e maior respeito a seus direitos, estarão, provavelmente, mais protegidos de atitudes que, porventura, possam lesar seu patrimônio.

Por isso o surgimento de ambientes como os segmentos de GC diferenciada da BOVESPA adquirem tanta importância. Ao trazer mais segurança aos pequenos investidores, estes podem ser atraídos a aplicar suas reservas no mercado de ações, melhorando a liquidez dos respectivos papéis.

Deve-se considerar também, que se as expectativas forem confirmadas, ocorrerá uma redução do prêmio de risco pago aos papéis das empresas listadas nesses segmentos. A consequência lógica desse fato é que, estas poderão captar recursos, nos mercados de capitais, a custos bem menores do que os atuais.

Esse é um estímulo a mais para que as empresas recorram ao mercado de capitais quando necessitarem de recursos para financiar um possível aumento de produção. Uma elevação no número de companhias de capital aberto aliado a um crescente número de investidores interessados em aplicar no mercado de capitais brasileiro, pode levar a um maior desenvolvimento do mesmo.

Um mercado de capitais desenvolvido impulsiona o crescimento econômico e, no longo prazo, caso ocorram mudanças estruturais de ordem qualitativa na economia do país, tem-se como consequência, um maior desenvolvimento econômico. Este último pode ser atingido com o aumento nos índices de empregabilidade e na melhora das condições de vida da população.

No entanto, deve ser ressaltado que não foi objetivo desta pesquisa encontrar uma solução definitiva para desenvolver o mercado de capitais brasileiro. Seria uma idéia demasiadamente “romântica” imaginar que as boas práticas de GC, por si só, pudessem resolver todas as limitações que tornam tal mercado subdesenvolvido. Ainda há muito o que fazer para que sejam mudadas as condições estruturais históricas de concentração de propriedade e falta de credibilidade do referido mercado. Problemas macroeconômicos, como o elevado percentual da taxa de juros básica da economia ainda persistem. Esta funciona como um gargalo que faz com que boa parte dos investimentos sejam direcionados para títulos com características de renda fixa, desprestigiando o mercado acionário.

Espera-se então, que a adoção das boas práticas de GC pelas empresas brasileiras não reflita apenas uma “onda de otimismo” do mercado, mas que, aliada a mudanças estruturais importantes, se torne o prelúdio de um mercado de capitais nacional desenvolvido.

Diante das inúmeras formas que podem ser encarados os preceitos relativos ao tema da GC, expõe-se a seguir, algumas maneiras pelas quais pode ser abordado, não pretendendo é claro, esgotá-lo. Em pesquisas futuras sugere-se:

- Concentrar o estudo na área de economia de empresas, analisando as relações de uma empresa específica, que adote as boas práticas de GC, perante os *stakeholders*<sup>41</sup>.
- Testar, através de modelos econométricos, se a adoção das práticas de GC tem efeitos na melhora da imagem e apreçamento dos papéis das referidas empresas<sup>42</sup>.
- Observar, por meio de modelos econométricos, se adoção dessas práticas tem efeitos na redução do custo de captação dos recursos, via mercado de capitais, por essas empresas.

---

<sup>41</sup> Essa análise pode ser feita a partir do Modelo de Porter. Para isso veja Porter (1991).

<sup>42</sup> Veja Nishi (2003) e Carvalho (2003).

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABREU, Marcelo de Paiva (Org.). **A ordem do progresso; cem anos de política econômica republicana 1889-1989**. Rio de Janeiro: Campus, 1990. 445 p.

ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado financeiro**. 2 ed. São Paulo: Atlas, 1999. 322 p.

BARROS, José C. Mendonça de *et alli*. **Desafios e oportunidades para o mercado de capitais brasileiro**. [São Paulo: Bovespa], 2000. 52 p. Disponível em <[http://www.bovespa.com.br/pdf/mercado\\_de\\_capitais\\_desafios/pdf](http://www.bovespa.com.br/pdf/mercado_de_capitais_desafios/pdf)> Acesso em 14/10/2004.

BERLE, Adolf Augustus; MEANS, Gardiner Coit. **A moderna Sociedade Anônima e a propriedade privada**. São Paulo: Abril Cultural, 1984 [original de 1932]. 335 p.

BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO. **Boletim Informativo [do] Novo Mercado**. [São Paulo: Bovespa], n. 54, out. 2004. 2 p. Disponível em <<http://www.bovespa.com.br/pdf/BoletimNovoMercado54.pdf>> Acesso em 30/10/2004.

\_\_\_\_\_. **Índice de Governança Corporativa (IGC)**. [São Paulo: Bovespa], 2001. 9 p. Disponível em <<http://www.bovespa.com.br/indices/Pdf/IGC.pdf>> Acesso em 21/10/2004.

\_\_\_\_\_. **Níveis 1 e 2 de governança corporativa**. [São Paulo: Bovespa], 2002b. <<http://www.bovespa.com.br/pdf/folderniveis2.pdf>> Acesso em 28/10/2004.

\_\_\_\_\_. **Novo Mercado**. [São Paulo: Bovespa], 2002a. <<http://www.bovespa.com.br/pdf/folder2novo.pdf>> Acesso em 28/10/2004.

\_\_\_\_\_. **Regulamento de listagem do Novo Mercado**. [São Paulo: Bovespa], 2002c. 38 p. Disponível em <<http://www.bovespa.com.br/pdf/RegulamentoNMercado.pdf>> Acesso em 27/10/2004.

BRANDÃO, Mônica Mansur. **A Teoria dos Custos de Transação e Reflexões Práticas de Governança Corporativa**. [S.l. : s.n.], 2004. 4 p. Disponível em <[http://www.apimecmg.com.br/artigos/142\\_M\\_M\\_Brandao\\_Janeiro\\_2004.pdf](http://www.apimecmg.com.br/artigos/142_M_M_Brandao_Janeiro_2004.pdf)> Acesso em 20/08/2004.

BRASIL, Conselho Monetário Nacional. **Resolução do Conselho Monetário Nacional n. 3121 de 25 de setembro de 2003**. Dispõe sobre a alteração e a consolidação das normas que estabelecem as diretrizes pertinentes à aplicação dos recursos dos planos de benefícios das entidades fechadas de previdência complementar. [Brasília], 2003. 28 p. Disponível em <[http://www.previdencia.gov.br/docs/resolucao3121\\_spc.pdf](http://www.previdencia.gov.br/docs/resolucao3121_spc.pdf)> Acesso em 08/11/2004.

BRENNER, Robert. **O Boom e a bolha : os Estados Unidos na economia mundial**. Rio de Janeiro: Record, 2003. 414 p.

CARVALHO, Antônio G. de. **Efeitos da migração para os níveis de governança da Bovespa**. Jan. 2003. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/pdf/usp niveis.pdf>> Acesso em 14/05/2004.

CARVALHO, Fernando J. Cardim *et alli*. **Economia monetária e financeira: teoria e política**. Rio de Janeiro: Campus, 2000. 454 p.

CASAGRANDE NETO, Humberto. **Abertura do capital de empresas no Brasil: um enfoque prático**. 2 ed. São Paulo: Atlas, 1989. 141 p.

CAVALCANTE FILHO, Francisco da Silva; MISUMI, Jorge Yoshio. **Mercado de capitais**. Rio de Janeiro: Campus, 2001. 373 p.

CHESNAIS, François. **A mundialização do capital**. São Paulo: Xamã, 1996. 335 p.

CINTRA, Marcos Antônio Macedo. O corporate finance das empresas norte-americanas no período recente. **Ensaio FEE**. Porto Alegre, v. 20, n.1, p. 35-91, 1999.

COELHO, Maria Helder. A Teoria da Agência e o funcionamento das Sociedades por Ações [S.l. : s.n.] [1994?]. 40 p. Disponível em <[http://www.iscac.pt/eventos/7jornadas/RESUMOS/maria\\_helder\\_coelho.html](http://www.iscac.pt/eventos/7jornadas/RESUMOS/maria_helder_coelho.html)> Acesso em 14/05/2004.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Recomendações da CVM sobre governança corporativa**. Jun. 2002. 52 p. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br>> Acesso em 14/05/2004.

COSTA, Fernando Nogueira da. **Economia monetária e financeira: uma abordagem pluralista**. São Paulo: MaKron Books do Brasil, 1999. 341 p.

Emissões de cara nova. **Revista Capital Aberto**. São Paulo: Capital Aberto, n. 13, setembro, 2004, p. 34-39.

FARINA, Elizabeth M. M. Organização industrial no agribusiness. In: ZYLBERSTAJN, Décio; NEVES, Marcos Fava. **Economia e gestão nos negócios agroalimentares**. São Paulo: Pioneira, 2000.

FERREIRA, Aurélio Buarque de H. **Aurélio século XXI : o dicionário da língua portuguesa**. Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 1999. 2128 p.

FUHRER, Maximilianus Claudio A. **Resumo de direito comercial**. 17 ed. São Paulo: Malheiros, 1997. 144 p.

Gestão sob prova da SEC. **Revista Capital Aberto**. São Paulo: Capital Aberto, n. 11, julho, 2004, p. 26-29.

GIAMBIAGI, Fábio; ALÉM, Ana C. **Finanças públicas: teoria e prática no Brasil**. 2. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Campus, 2000. 475 p.

GOLDSMITH, Raymond W. **Brasil 1850-1984: desenvolvimento financeiro sob um século de inflação**. São Paulo: Harper & Row, 1986. 557 p.

HITT, Michael A; IRELAND, Duane; HOSKISSON, Robert E. Governança Corporativa. In: \_\_\_\_\_. **Administração estratégica**. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2002. cap. 10, p. 400-439.

HOBSON, John A. **A evolução do capitalismo moderno: um estudo da produção mecanizada**. São Paulo: Abril Cultural, 1983. 368 p.

HOUAISS, Antônio *et alli*. **Dicionário inglês-português**. 2 ed. Rio de Janeiro: Record, 2003. 928 p.

<http://www.bovespa.com.br/Principal/htm>

<http://www.cnb.org.br/html/legisla.html>



JENSEN, Michael C.; CHEW, Donald H. Governança Corporativa nos Estados Unidos. In: BERNSTEIN, Peter L; DAMODARAN, Aswath. **Administração de investimentos**. Porto Alegre: Bookman, 2000. Cap 15, p. 368-398.

LANDES, David S. **Prometeu desacorrentado: transformação tecnológica e desenvolvimento industrial na Europa ocidental, desde 1750 até a nossa época**. Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 1994. 653 p.

LETHBRIDGE, Eric. Governança Corporativa. **Revista do BNDES**. Rio de Janeiro, v.4, n.8, p. 209-231, dez. 1997.

LODI, João Bosco. **Governança Corporativa: O governo da empresa e o conselho de administração**. 3º ed. Rio de Janeiro: Campus, 2000. 190 p.

MARCON, Rosilene. **O custo de capital próprio das empresas brasileiras – o caso dos American Depositary Receipts (ADRs)**. Florianópolis: UFSC, 2002. 152 f. Tese de doutorado.

MARSHALL, Alfred. **Princípios de economia: tratado introdutório**. São Paulo: Abril Cultural, 1982 [original de 1920]. 1v. 272 p.

NISHI, Lisandro Fin. **Adesão aos níveis de governança corporativa da BOVESPA: um estudo de evento**. Florianópolis: UFSC, 2003. 119 f. Dissertação de Mestrado.

NÓBREGA, Maílson da *et alli*. **O Mercado de Capitais: Sua Importância para o Desenvolvimento e os Entraves com que se Defronta no Brasil**. [São Paulo: Bovespa], 2000. 44 p. Disponível em <<http://www.bovespa.com.br/pdf/relatorio2.pdf>> Acesso em 14/10/2004.

OKIMURA, Rodrigo Takashi. **Estrutura de propriedade, governança corporativa, valor e desempenho das empresas no Brasil**. São Paulo: USP, 2003. 120 f. Dissertação de Mestrado. Disponível em <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-11122003-162833>> Acesso em 14/05/2004.

ORGANIZAÇÃO PARA COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO. **Relatório Oficial sobre Governança Corporativa na América Latina**. Trad. Pinheiro Neto Advogados. [S.l. : s.n], 2003. 77 p. Disponível em <<http://www.oecd.org/dataoecd/49/50/24277169.pdf>> Acesso em 20/08/2004.

PEIXE, Francine C. Darós. **Novo Mercado: obstáculos e atrativos para as empresas do nível 1 de governança corporativa**. São Paulo: USP, 2003. 98 f. Dissertação de Mestrado. Disponível em <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-13122003-151755>> Acesso em 14/05/2004.

PINDYCK, Robert S; RUBINFELD, Daniel L. **Microeconomia**. 4° ed. São Paulo: Makron Books, 1999. 791 p.

PORTER, Michael E. **Estratégia competitiva : técnicas para análise de indústrias e da concorrência**. 7. ed. Rio de Janeiro: Campus, 1991. 362 p.

RABELO, Flávio; SILVEIRA, José Maria da. Estruturas de governança e governança corporativa: avançando na direção da integração entre as dimensões competitivas e financeiras. **Texto para Discussão. IE/UNICAMP**. Campinas, n. 77, 25 p, jul. 1999.

ROSS, Stephen A; WESTERFIELD, Randolph; JAFFE, Jeffrey F. **Administração financeira**. São Paulo: Atlas, 1995. 698 p.

SANDRONI, Paulo. **Novíssimo dicionário de economia**. 11.ed. Sao Paulo: Best Seller, 2002. 649 p.

SCHERER, André Luís Forti. O modelo de norte-americano de governança corporativa: gênese, instrumentos e conseqüências. **Ensaio FEE**. Porto Alegre, v. 24, n.2, p. 429-452, 2003.

SHILLER, Robert J. **Exuberância irracional**. São Paulo: Makron Books, 2000. 275 p.

SILVEIRA, Alexandre de Miceli. **Governança Corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil**. São Paulo: USP, 2002. 152 f. Dissertação de Mestrado. Disponível em <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-04122002-102056>> Acesso em 14/05/2004.

SIFFERT FILHO, Nélon. Governança Corporativa: Padrões Internacionais e Evidências Empíricas nos anos 90. **Revista do BNDES**. Rio de Janeiro, v.5, n.9, p. 123-146, jun. 1998.

SMITH, Adam. **A riqueza das nações: investigação sobre sua natureza e suas causas**. São Paulo: Abril Cultural, 1983 [original de 1776]. 2 v. 350 p.

Sobrou para todo mundo. **Revista Exame**, São Paulo: Abril, n. 12, ed. 794, junho/2003, p. 106-109.

VALADARES, Sílvia. Estrutura de controle e propriedade de empresas brasileiras. In: BONOMO, Marco (Org.). **Finanças aplicadas ao Brasil**. Rio de Janeiro: FGV, 2002a. 480 p. cap. 11, p. 275-298.

\_\_\_\_\_. Estimativa do valor de controle no Brasil. In: BONOMO, Marco (Org.). **Finanças aplicadas ao Brasil**. Rio de Janeiro: FGV, 2002b. 480 p. cap. 12, p 299-312.

VIEIRA, Edson Roberto; CORRÊA, Vanessa Petrelli. **Mercado de Capitais e Governança corporativa no Brasil: Reflexões sobre os movimentos recentes**. Anais do VII Encontro de Economia do Nordeste, 2002. 25 p.

## BIBLIOGRAFIA

ANDREZO, Andrea Fernandes; LIMA, Iran Siqueira. **Mercado financeiro**. 2. ed. rev. ampl. São Paulo: Thomson, 2002. 373 p.

ARAÚJO, Raquel Pinto de. **Governança corporativa nas relações internacionais contemporâneas. Estudo de caso: aspectos no Brasil**. [Rio de Janeiro] Universidade Estácio de Sá, 2003. Monografia de conclusão de curso. 111 f. Disponível em <<http://www.ibgc.org.br/imagens/StConteudoArquivos/GovCorp.pdf>> Acesso em 23/07/2004.

BERTON, Luiz Hamilton. **Indicadores de desempenho e as práticas de boa governança corporativa**. Florianópolis: UFSC, 2003. 215 f. Tese de Doutorado.

COSTA JUNIOR, Newton C. A. da *et alli*. **Mercado de capitais: análise empírica no Brasil**. São Paulo: Atlas, 2000. 216 p.

COUTINHO, Eduardo S. **O Impacto da Estrutura de Propriedade no Valor de Mercado de Empresas Brasileiras**. Belo Horizonte: UFMG, 2003. 98 f. Dissertação de Mestrado. Disponível em <<http://www.ibgc.org.br/imagens/StConteudoArquivos/m20012003esc.pdf>> Acesso em 27/07/2004.

FORTUNA, Eduardo. **Mercado financeiro: produtos e serviços**. 15. ed. rev. e ampliada Rio de Janeiro: Qualitymark, 2002. 624 p.

FRANÇA, Júnia L. **Manual para normalização de publicações Técnico-Científicas**. 6. ed. rev. e ampliada. Belo Horizonte: UFMG, 2003. 230 p.

LETHBRIDGE, Eric Tendências da Empresa Familiar no Mundo. **Revista do BNDES**. Rio de Janeiro, v. 4, n. 7, p.185-200, jun. 1997.

MELLAGI FILHO, Armando; ISHIKAWA, Sérgio. **Mercado financeiro e de capitais**. São Paulo: Atlas, 2000. 335 p.

SIQUEIRA, Tagore Villarim de. Concentração da Propriedade nas Empresas Brasileiras de Capital Aberto. **Revista do BNDES**. Rio de Janeiro, v. 5, n. 10, p. 37-62, dez. 1998.

TORAIWA, Paula. **Governança corporativa: condições de financiamento e valor da empresa.** [S.l. : s.n.] 1º lugar no IV Concurso de Monografia da CVM, 2003. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>> Acesso em 14/05/2004.

VALADARES, Sílvia. Efeito da composição acionária sobre o resultado de um leilão de privatização: análise do caso brasileiro. In: BONOMO, Marco (Org.). **Finanças aplicadas ao Brasil.** Rio de Janeiro: FGV, 2002. 480 p. cap. 13, p. 313-326.

ZONENSCHAIN, Cláudia Nessi. Estrutura de Capital das Empresas no Brasil. **Revista do BNDES.** Rio de Janeiro, v. 5, n. 10, p. 63-92, dez. 1998.