

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO GRANDE DO SUL  
FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO, CONTABILIDADE E ECONOMIA  
MESTRADO EM ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS

GUSTAVO DA SILVA COSTA

**A INFLUÊNCIA DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NO  
DESEMPENHO ECONÔMICO EM EMPRESAS DE CAPITAL  
ABERTO NO BRASIL**

Porto Alegre  
Setembro de 2008

GUSTAVO DA SILVA COSTA

**A INFLUÊNCIA DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NO  
DESEMPENHO ECONÔMICO EM EMPRESAS DE CAPITAL  
ABERTO NO BRASIL**

Dissertação apresentada ao curso de Mestrado em Administração de Empresas da Faculdade de Administração, Contabilidade e Economia da Pontifícia Universidade Católica do Rio Grande do Sul como parte dos requisitos para a obtenção do título de mestre em Administração de Empresas.

Orientador: Prof. Dr. Sérgio Gusmão

Porto Alegre  
Setembro de 2008

“[...] começar é de muitos; terminar é de poucos. E entre estes poucos temos que estar nós, os que procuramos comportar-nos como filhos de Deus. Não esqueçamos: só as tarefas terminadas com amor, bem acabadas, merecem aquele aplauso do Senhor que se lê na Sagrada Escritura: é melhor o fim de uma obra que o seu começo”

**São Josémaria Escrivá – fundador do Opus Dei**

## RESUMO

O tema governança corporativa tem adquirido uma importância crescente, por ser bem-difundida a hipótese de que a estrutura de governança corporativa gera mudanças significativas no modelo de gestão, no desempenho e no valor da empresa. Desta forma, este trabalho analisa se a estrutura de governança corporativa interfere no desempenho empresarial e na estratégia de negócio de empresas nacionais. Neste contexto, o objetivo da dissertação foi analisar a influência do processo de governança corporativa para o desempenho econômico em empresas de capital aberto no Brasil nos últimos cinco anos. A partir deste fato, procurou-se identificar os motivos que levam as empresas a optar pela governança corporativa. Tais fatores foram levantados dentro de uma revisão de literatura da nova economia institucional, analisando a teoria da agência, a teoria da firma, a teoria dos custos de transação, os direitos de propriedade, contratos e instituições e a teoria dos *stakeholders*. Em seqüência, foi caracterizada a governança corporativa no Brasil e no mundo e seus principais elementos de medição. Após, procedeu-se a uma análise geral dos resultados de três estudos de caso referentes a empresas brasileiras de capital aberto, sendo que, para tanto, realizaram-se três entrevistas com *stakeholders* primários (ligados diretamente à gestão das empresas) e seis *stakeholders* secundários (provenientes do setor público, consultores e analistas do mercado financeiro). Os resultados obtidos, principalmente pela entrevistas realizadas, demonstram que a governança corporativa não apresenta uma correlação clara com o desempenho econômico das instituições. A mesma tem significativa importância nos itens de valorização no mercado financeiro, sucessão, profissionalização, fontes de financiamento mais acessíveis, aquisição de novos negócios e mudanças de estrutura de propriedade de capital.

## **ABSTRACT**

The subject corporative governance has acquired an increasing importance, for well being spread out the hypothesis of that the structure of corporative governance generates significant changes in the model of management, performance and value of the company. In such a way, this work aimed at analyzing if the structure of corporative governance intervenes with the enterprise performance and with the strategy of Brazilian companies business. In this context, the objective of this dissertation was to analyze, in the last five years, the impact of the process of corporative governance for opened capital companies economic performance in Brazil. From this fact, it was looked for to identify the reasons that take the companies to opt for the corporative governance. These factors had been raised inside of a revision of literature of the New Institucional Economy, analyzing the Theory of the Agency, the Theory of the Firm, the Theory of the Costs of Transaction, the Rights of Property, Contracts and Institutions and the Theory of the Stakeholders. In sequence, the corporative governance in Brazil and the inworld, besides its main elements of measurement, were characterized. After, the general analysis of the results of three Brazilian companies of opened capital studies of case were carried through. So, there had been carried through three primary interviews with primary stakeholders (directly-linked with the management of the companies) and six secondary stakeholders (proceeding from the public sector, consulting and analysts of the financial market). The gotten results, mainly through the carried interviews, demonstrated that the corporative governance does not present a clear correlation with the economic performance of the companies. The same one has significant importance in the item of recovery in the financial market, succession, professionalization, accessible sources of financing, acquisition of new businesses and changes of structure of capital property.

## LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Quadro sintático das escolas estratégicas.....	21
Quadro 2 - Influência dos <i>stakeholders</i> primários na organização.....	47
Quadro 3 - Relação entre <i>stakeholders</i> primários e secundários na organização.....	48
Quadro 4 - Variáveis de estudo da NEI e sua importância para a opção das empresas pela governança corporativa.....	52
Quadro 5 - Características dos sistemas de governança corporativa.....	55
Quadro 6 - <i>Ranking</i> das empresas com melhores práticas de governança corporativa por continente em 2007.....	57
Quadro 7 - Normativas BOVESPA à empresa inseridas no quadro de governança corporativa.....	61
Quadro 8 - Elementos de medição de desempenho financeiro.....	62
Quadro 9 - Variáveis de estudo de desempenho econômico e governança corporativa.....	77
Quadro 10 - Operacionalização de aplicação das entrevistas com os executivos de RI.....	87
Quadro 11 - Análises dos resultados referentes a Nova Economia Institucional, desempenho econômico e governança corporativa.....	120

## LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Quadro de definição estratégia deliberada e emergente.....	22
Figura 2 - Modelo sistêmico do problema da agência e governança corporativa.....	29
Figura 3 - Teoria dos Prospectos e o risco da perda.....	35
Figura 4 - Formas de governança, a partir das variações na especificidade dos ativos.....	40
Figura 5 - Disposição de investimento em empresas com governança corporativa.....	56
Figura 6 - Modelo sistemático de cálculo da WACC.....	66
Figura 7 - Desenho de pesquisa.....	83
Figura 8 - Aspectos de relevância na decisão de investimento de acionistas britânicos.....	112
Figura 9 - Gráfico comparativo dos índices relativos do IBOVESPA e do IGC.....	116
Figura 10 - Motivação para a implantação do processo de governança corporativa nas empresas.....	122

## **LISTA DE TABELAS**

Tabela 1 - Análise financeira da empresa Alpha.....	95
Tabela 2 - Análise financeira da empresa Bravo.....	97
Tabela 3 - Análise financeira da empresa Charlie.....	99



## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO</b> .....	11
1.1 IMPORTÂNCIA DO TEMA E JUSTIFICATIVA DE PESQUISA.....	12
1.2 DELIMITAÇÃO DO ESTUDO E PROBLEMA DE PESQUISA.....	14
1.3 OBJETIVOS.....	16
<b>1.3.1 Objetivo geral</b> .....	16
<b>1.3.2 Objetivos específicos</b> .....	16
1.4 ESTRUTURA DO TRABALHO.....	17
<b>2 A NOVA ECONOMIA INSTITUCIONAL E O PROCESSO DE FORMAÇÃO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA</b> .....	19
2.1 ESTRATÉGIA .....	19
2.2 A NOVA ECONOMIA INSTITUCIONAL E A GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	24
<b>2.2.1 Governança corporativa e a questão da agência</b> .....	25
2.3 TEORIA DA FIRMA .....	30
<b>2.3.1 A tomada de decisão perante informações assimétricas</b> .....	32
2.4 TEORIA DOS CUSTOS DE TRANSAÇÃO .....	36
2.5 DIREITO DE PROPRIEDADE, CONTRATOS E INSTITUIÇÕES.....	41
2.6 TEORIA DOS <i>STAKEHOLDERS</i> .....	44
<b>3 GOVERNANÇA CORPORATIVA</b> .....	52
3.1 DEFINIÇÃO E OBJETIVO .....	52
3.2 DIMENSÕES DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NO MUNDO .....	54
3.3 GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL.....	58
3.4 ELEMENTOS DE MEDIÇÃO DE DESEMPENHO FINANCEIRO .....	61

<b>3.4.1 Métodos de desempenho financeiro</b> .....	62
3.4.1.1 Fluxo de caixa descontado.....	63
3.4.1.1.1 Fluxo de caixa livre .....	63
3.4.1.1.2 Fluxo de caixa livre operacional.....	64
3.4.1.1.3 Período de projeção .....	64
3.4.1.1.4 Taxa de desconto .....	65
3.4.1.1.5 Valor econômico da empresa e valor da empresa para seu acionista.....	67
3.4.1.2 Valor contábil .....	68
3.4.1.3 <i>Empresarial value/Earnings Before Interest Tax, Depreciation and Amortization</i> .....	69
3.4.1.4 Lucro por Ação (LPA).....	69
3.4.1.5 Taxa de dividendos .....	70
<b>3.5 ELEMENTOS DE MEDIÇÃO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA</b> .....	70
<b>3.5.1 Conselho de administração</b> .....	71
<b>3.5.2 Proteção aos acionistas minoritários</b> .....	72
<b>3.5.3 Estrutura de capital ou propriedade</b> .....	73
<b>3.5.4 Transparência e igualdade de direitos entre acionistas majoritários e minoritários</b> ....	75
<b>4 METODOLOGIA</b> .....	77
4.1 DEFINIÇÕES .....	77
<b>4.1.1 Exploratório</b> .....	78
<b>4.1.2 Qualitativo</b> .....	79
<b>4.1.3 Estudo de caso</b> .....	80
4.2 UNIDADE DE ANÁLISE .....	82
4.3 DESENHO DE PESQUISA .....	82
<b>4.3.1 Revisão bibliográfica</b> .....	84
<b>4.3.2 Coleta dos dados</b> .....	84
4.3.2.1 Entrevistas.....	84
4.3.2.2 Aplicação das entrevistas .....	86
<b>4.3.3 Protocolo do estudo de caso</b> .....	89
4.4 ANÁLISE DOS DADOS .....	90
<b>5 ANÁLISE GERAL DOS RESULTADOS</b> .....	94
5.1 ANÁLISE DE DESEMPENHO FINANCEIRO.....	94
<b>5.1.1 Desempenho financeiro empresa Alpha</b> .....	94

<b>5.1.2 Desempenho financeiro empresa Bravo</b> .....	96
<b>5.1.3 Desempenho financeiro empresa Charlie</b> .....	98
<b>5.2 ANÁLISE DAS ENTREVISTAS</b> .....	100
<b>5.2.1 Fatores motivacionais para a implementação da governança corporativa</b> .....	101
<b>5.2.2 Vantagens e desvantagens da adoção da governança corporativa</b> .....	102
<b>5.2.3 O processo de formação da estratégia na adoção da governança corporativa</b> .....	104
<b>5.2.4 O processo de profissionalização da empresa via governança corporativa</b> .....	105
<b>5.2.5 Conselhos de administração</b> .....	108
<b>5.2.6 Os acionistas minoritários e o alinhamento com a gestão</b> .....	109
<b>5.2.7 Divulgação de informações</b> .....	111
<b>5.2.8 Posicionamento da empresa e transparência</b> .....	114
<b>5.2.9 Cenários e perspectivas futuras</b> .....	116
<b>6 CONSIDERAÇÕES FINAIS</b> .....	120
6.1 CONCLUSÕES DESTE ESTUDO.....	120
6.2 LIMITAÇÕES DO ESTUDO E SUGESTÃO PARA PESQUISAS FUTURAS.....	127
<b>REFERÊNCIAS</b> .....	129
<b>APÊNDICES</b> .....	138
APÊNDICE A - Protocolo do estudo de caso .....	139
APÊNDICE B - Descritivo da empresa.....	142
APÊNDICE C - Roteiro de entrevistas aplicado às empresas do estudo .....	144
APÊNDICE D - Questionários quantitativos .....	150

## 1 INTRODUÇÃO

Nos últimos anos, o Brasil viveu um período de crescimento no mercado de capitais. Atribuem-se a isto, entre outros, a solidez dos fatores macroeconômicos do País, o aumento do investimento no mercado acionário em contraponto a investimentos tradicionais, como a poupança, e aos quesitos implantados pelas boas práticas de governança corporativa das empresas listadas na BOVESPA.

A governança corporativa, em um sentido mais amplo, pode ser entendida como o conjunto de mecanismos de incentivo e controle, internos e externos, para minimização dos custos decorrentes do problema de agência dos gestores.

Tem-se caracterizado como governança corporativa o conjunto de relacionamentos entre os acionistas e os administradores da empresa ou *stakeholders*. A discussão atual em torno deste assunto envolve o esforço para minimizar os potenciais conflitos de interesse entre os agentes, maximizando o valor da empresa e o retorno aos acionistas das organizações listadas nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa e o Novo Mercado. As empresas egressas submetem-se, voluntariamente, a regras mais rígidas, obrigando-se, por exemplo, a detalhar e incluir informações adicionais nos informes trimestrais, a emitir apenas ações ordinárias, a manter no mínimo 25% das ações em circulação do capital da empresa, bem como a disponibilizar as demonstrações financeiras anuais no idioma inglês e com base em princípios de contabilidade internacionalmente aceitos. As empresas deste segmento destacam-se das demais sobretudo pela extensão a todos os acionistas do direito de receberem o mesmo valor pago ao controlador, no caso de troca de controle ou *tag along* (BOVESPA, 2000, CVM, 2000).

Em um primeiro momento, este trabalho irá identificar, com base na teoria da Nova Economia Institucional, os motivos que levam as empresas a optar pelo processo de governança corporativa. Realizar-se-á uma revisão das teorias que compõem a mesma, desde a Teoria da Firma até a Teoria dos *Stakeholders*. No capítulo seguinte serão especificados os

métodos de avaliação de empresas, tanto no caráter acionário quanto no financeiro. Serão, também, apresentadas as principais formas de governança corporativa nas empresas para avaliação no momento de aplicação dos questionários.

Em determinados momentos, observam-se que as pesadas exigências postas pela prática de governança corporativa nas empresas geraram desvantagens competitivas. Neste estudo, serão apresentados tanto aspectos positivos quanto negativos de empresas de capital aberto com práticas de governança corporativa, visando a uma análise de até que ponto a mesma influi no desempenho econômico das organizações.

### 1.1 IMPORTÂNCIA DO TEMA E JUSTIFICATIVA DE PESQUISA

O mercado de capitais no Brasil vem merecendo atenção especial desde o início de 2004, quando o mercado de valores mobiliários foi impulsionado pela retomada de abertura de capital das empresas brasileiras. A conjuntura econômica estável do País, o *boom* de crescimento dos mercados internacionais e o fortalecimento do mercado financeiro nacional fizeram as empresas considerar a abertura de capital como uma estratégia viável de crescimento, com custos de captação de recursos mais baixos que os bancários. Dessa forma, para uma melhor *performance* de suas ações, as empresas optaram em seguir os parâmetros da governança corporativa, haja vista que ambos estão correlacionados.

Os níveis diferenciados de governança corporativa e o novo mercado, bem como a segurança econômica apresentada nos últimos anos, desobstruíram caminhos para uma retomada na abertura de capital das empresas brasileiras, observando-se principalmente o período iniciado em 2004. Tal fato impulsionou o mercado de valores mobiliários no País e alçou a BOVESPA a sucessivos recordes de negociações. Uma favorável conjuntura econômica aliada a um fortalecimento do mercado financeiro internacional fizeram as empresas considerar a abertura de capital como um processo de crescimento para si mesmas novamente. Do outro lado, fatores como a situação econômica mais estável do País, a crescente liquidez da bolsa de valores brasileira, além de um avançado processo de governança corporativa desenvolvido pelas empresas nacionais, estimularam os investidores a retornar ao mercado de capitais comprando ações das empresas listadas na BOVESPA. Ressalta-se que os anos precedentes não foram favoráveis nem estimularam a demanda por financiamento neste mercado (MARTINS, 2001).

Atualmente, quase a totalidade das empresas que abre seu capital possui governança corporativa. Porém, conforme documentos listados da BOVESPA (2007), a rigidez das regras propostas delimitou que um restrito número de empresas participe efetivamente do novo mercado. A maior parte delas opta por um período de transição anterior, aderindo em um primeiro momento ao nível 1 de governança. Pode-se ressaltar, ainda, que a adesão das empresas que abrem seu capital no novo mercado têm acentuadas tanto vantagens quanto desvantagens no processo.

No período, é possível observar que a inserção da governança corporativa nas empresas exerceu uma série de mudanças em toda a estrutura das mesmas. Tais modificações, assim como o novo posicionamento da mesma perante o mercado, exerceram sobre as empresas uma série de aspectos que pôde tanto contribuir para o aumento quanto para o decréscimo do desempenho econômico das mesmas.

De igual forma, é passível de comentários que em momento de maior especulação do mercado, mesmo as empresas que possuem governança corporativa mais atraentes aos investidores, estes podem tender também a direcionar seus investimentos para instituições que apresentem alto grau de liquidez, independentemente do índice de governança que elas apresentem.

Levando em conta o caráter acadêmico deste estudo, as variáveis estatísticas sobre o tema já foram amplamente estudadas, chegando-se a diversos resultados tanto no Brasil quanto no exterior. Entre os principais estudos empíricos sobre o tema, destacam-se os de Willianson (1996), Shleifer e Vishny (1997), Famá e Barros (2000), La Porta, Shleifer, Lopez-De-Silanes, Vishny (2000), Klapper e Love (2002), De Paula (2003), Dennis e McConnell (2003), Himmelberg (2003), Leal (2004), Teixeira (2005). O interesse deste trabalho versa sobre uma análise qualitativa da aplicação das boas práticas de governança corporativa nas empresas e seu desempenho financeiro, análise esta não observada na pesquisa realizada sobre o tema.

Levando em consideração a intenção deste estudo, a oportunidade de realização do trabalho em decorrência da farta literatura existente sobre o tema e sua aplicação prática em um mercado que, a cada dia, bate recordes de movimentação financeira, este trabalho buscará enriquecer o debate sobre desempenho econômico e a governança corporativa das empresas. Da mesma maneira proporcionará as instituições criar outro ângulo de visão sobre as suas organizações, que não apenas o do mercado de capitais.

## 1.2 DELIMITAÇÃO DO ESTUDO E PROBLEMA DE PESQUISA

Com base na revisão de literatura, podem-se caracterizar vantagens e desvantagens da implantação da governança corporativa que afetam o desempenho econômico de uma empresa. Em ambos os casos, é possível dizer que sempre haverá, como viés, o momento econômico vivido pelo país e o mundo, de forma que, muitas vezes, uma vantagem pode se tornar uma desvantagem, dependendo da temporalidade em que se encontra a empresa.

Apesar da intensidade dos estudos acadêmicos sobre governança corporativa, nos últimos cinco anos o tema ainda suscita diversas questões de estudo, do tipo - Como o bom comportamento corporativo é bom para os negócios? É possível que seja imposto às empresas? Paralelamente a isto, o Brasil ainda se caracteriza pela alta concentração do controle acionário, pela baixa efetividade dos conselhos de administração e pela alta sobreposição entre propriedade e gestão, o que demonstra vasto campo para o conhecimento, as ações e a divulgação dos preceitos da governança corporativa.

As vantagens e as desvantagens da governança corporativa no desempenho econômico da empresa encontram-se na delimitação do tema proposto na presente pesquisa, com avaliações financeiras das empresas estudadas.

No que tange à delimitação geográfica deste trabalho, o mesmo buscará analisar empresas de distintos segmentos do Estado do Rio Grande do Sul. As empresas pesquisadas serão de setores diferenciados (indústria, comércio e serviços), com adiantados processos de governança corporativa e capital aberto nos níveis diferenciados de governança corporativa ou novo mercado da BOVESPA.

No caráter da delimitação temporal, serão estudadas empresas com o capital aberto a partir do ano 2000, abrangendo-se tanto a análise de suas ações quanto a patrimonial. Quanto ao estudo de caso, serão trazidos a valores presentes os dados estatísticos pesquisados (valores deflacionados), de forma a proceder com a avaliação das empresas em questão no período presente.

Quanto ao problema de pesquisa, tem-se que nunca o mercado de capitais nacional foi tão promissor, além dos efeitos da estabilidade econômica vivida pelo País. Conforme dados da BOVESPA (2006), jamais foi tão alto o número de empresas que realizaram oferta pública de ações – considerando o ano de 2001 até o período vigente -, o que representa uma clara confiança tanto na estrutura econômica brasileira quanto no fortalecimento do mercado de capitais do País. Ressalta-se também que a governança corporativa nunca foi tão discutida

como hoje em dia, sobretudo em virtude da implantação efetiva da SOX (de acordo com a BOVESPA (2006), Sarbanes-Oxley é uma lei norte-americana, aplicável também a empresas não-americanas com ações listadas no mercado acionário dos Estados Unidos, que impõe rigorosas regras de governança corporativa). Impostos tais fatores, porém, foram gerados rigorosos padrões de controle, que acompanham pesados custos sobre as empresas (CNASI, 2006). Após uma série de escândalos no mundo empresarial americano, a expressão governança corporativa tornou-se um termo conhecido em todo o mundo. A Sarbanes-Oxley, que fortaleceu as normas de governança corporativa nos Estados Unidos, é alvo de críticas de empresas que reclamam a pressão para ser mais transparente e responsável, sendo que a lei, na verdade, as limita, em vez orientá-las.

Um dos aspectos fundamentais a serem levantados é que estruturas geradas para a efetivação das práticas de governança criam morosidade nas tomadas de decisões estratégicas das empresas. Assim, as empresas têm uma maior facilidade de captação de recursos no mercado, mas, muitas vezes, ficam impedidas de utilizá-los. Um exemplo é a discriminação dos investimentos em capital intelectual. Por ser de difícil mensuração, o mesmo torna-se quase que invisível aos olhos do acionista, que, conseqüentemente, tem maior dificuldade em aprovar tal investimento (EDVINSSON; MALONE, 1997). Como efeito cascata, o desenvolvimento da empresa torna-se prejudicado no médio e no longo prazos.

Outros aspectos podem ser citados, tais como o alto custo de manutenção da empresa aberta. Para a implantação e a manutenção da governança corporativa é necessário montar uma estrutura para cuidar das exigências. Como exemplo, a criação de uma diretoria de relacionamento com investidores, custo de registro, anuidades da bolsa, serviços de auditoria, entre outros, fazem parte desse custo (HIMMELBERG, 2003). Uma outra questão a ser levantada é a perda da confidencialidade, pois uma das premissas é que a organização tem de ser mais transparente, devendo transmitir informações ao mercado, as quais, muitas vezes, em contrapartida, podem ser estratégicas. Assim, também a possibilidade de evasão fiscal é reduzida. Outro fator, relacionado à perda de confidencialidade, já citada, é a maior restrição à gestão da empresa. Em uma organização fechada, o dono tem plenos poderes. Já em uma empresa aberta, ele deve submeter seus atos à aprovação do conselho de administração. No passado, devido à estrutura familiar das empresas, a entrada no mercado de capitais não se tornava interessante (KLAPPER; LOVE, 2002).

Levantamentos de opinião realizados nos Estados Unidos mostram que, em média, 60% dos diretores financeiros em multinacionais afirmam que a reforma na governança corporativa gerou exigências excessivas para as empresas. Trata-se de um resultado



provocado pela constatação da dificuldade que existe, na prática, em se encontrar o desejável equilíbrio entre os mecanismos de controle e a competitividade empresarial (UDAYASANKAR; DAS, 2007).

Sugerem-se, a partir daí, algumas questões a serem respondidas por este trabalho, como por exemplo: Quais os motivos que levam uma empresa a optar pela governança corporativa, além do melhor desempenho no mercado acionário? As empresas implantariam processos de governança corporativa se não fossem obrigadas por lei ou pelo mercado? O bom momento das ações listadas no novo mercado reflete uma solidez econômica da empresa?

Levantados tais itens, toma-se que a questão de pesquisa é: qual a influência da governança corporativa para o desempenho econômico de uma empresa de capital aberto no Brasil nos últimos cinco anos? Partindo dessa questão de pesquisa, serão apresentados, a seguir, objetivos gerais e específicos deste trabalho.

### 1.3 OBJETIVOS

#### 1.3.1 Objetivo geral

Analisar a influência do processo de governança corporativa para o desempenho econômico em empresas de capital aberto no Brasil nos últimos cinco anos.

#### 1.3.2 Objetivos específicos

- a) Identificar os motivos que levam as empresas a optarem pela governança corporativa.
- b) Analisar o desempenho econômico e de mercado nas empresas estudadas, estabelecendo correlação com a governança implantada pelas mesmas.
- c) Verificar a influência da governança corporativa sobre o desempenho econômico das empresas.

## 1.4 ESTRUTURA DO TRABALHO

No Capítulo 1 deste trabalho serão explicados os fatores introdutórios ao tema. Esse capítulo abrange de forma pontual a questão das definições pertinentes a uma compreensão mais ampla do estudo. Serão especificados os subcapítulos da delimitação do tema (tanto no caráter temporal e geográfico quanto do limite da pesquisa); a definição do problema de pesquisa (caracterizada pela especificidade do mesmo); a importância e a justificativa do tema, tanto para o meio acadêmico quanto para a sociedade; o objetivo geral, de forma mais concisa e os específicos, de forma mais explicativa, além da estrutura da pesquisa.

O Capítulo 2 apresenta a fundamentação teórica do estudo, com a revisão de literatura no que tange à estratégia e a nova economia institucional. Serão mostradas as teorias em relação ao tema proposto, bem como uma revisão dos artigos mais pertinentes referentes ao tema, disposto a embasar tanto a parte da análise dos dados do capítulo conclusivo desta pesquisa. Serão apresentadas as teorias referentes a agência, a firma, aos direitos de propriedade e controle, aos custos de transação e aos *stakeholders*.

O Capítulo 3 descreve os modelos de avaliação de desempenho de mercado e financeiros da empresa. Serão apresentados também os métodos mais utilizados para avaliação de governança corporativa nas empresas. O primeiro modelo de avaliação será uma análise estatística, enquanto o segundo servirá de embasamento para os questionários aplicados nas empresas estudadas.

O Capítulo 4 contempla a metodologia de pesquisa aplicada no estudo, apresentando as descrições teóricas referentes ao estudo de caso e as pesquisas exploratórias e qualitativas. O capítulo apresenta a unidade de análise referente ao tema, todo o caráter referente ao desenho de pesquisa e ao protocolo do estudo de caso. Dentro da metodologia, serão apresentadas, ainda, as questões teórica e introdutória da análise dos dados.

O Capítulo 5 trata da análise dos dados coletados. Serão expostos os dados trazidos tanto das entrevistas quanto da análise de conteúdo das empresas estudadas. A partir daí, poderão ser vistos os resultados propostos pelo estudo, traduzindo de forma mais aberta os objetivos do trabalho e preparando o capítulo conclusivo.

O Capítulo 6 encerrará o trabalho com as conclusões apresentadas perante todos os estudos feitos. A partir dos dados expostos se chegará a uma conclusão diante do problema de pesquisa proposto. Serão feitas, ainda, neste capítulo, considerações específicas a respeito dos

objetivos geral e específico, as implicações acadêmicas e gerencias que o tema pode proporcionar, e apresentadas as limitações assim como as sugestões para pesquisas futuras.

## 2 A NOVA ECONOMIA INSTITUCIONAL E O PROCESSO DE FORMAÇÃO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA

### 2.1 ESTRATÉGIA

O tema estratégia tem sofrido amplas interpretações no decorrer do tempo. Desde, primeiramente, as estratégias militares até os mais diversos contextos, tanto no meio empresarial quanto no acadêmico, o tema tem sido foco dos mais diversos aspectos e modos de interpretação.

Na administração de empresas, desde os anos de 1960, vários autores têm tratado do tema estratégia sobre distintos enfoques (CHANDLER, 1962, CHILD, 1972, ANSOFF, 1973, MINTZBERG, 1973, 1998, MILES *et al.*, 1978, QUINN, 1988, PORTER, 1991).

Para Chandler (1962), a estratégia pode ser definida como a determinação dos objetivos a longo prazo de uma organização, sendo que a adoção destes se transforma nas ações adequadas para atingir as metas propostas. Quinn (1988) vê a estratégia como um modelo ou plano que integra os objetivos, as políticas e a seqüência de ações de uma organização, em um todo coerente.

No que tange à estratégia como ferramenta para a tomada de decisão, segundo Ansoff (1965), esta se torna um dos vários conjuntos de regras de decisão para orientar o comportamento de uma empresa, tais como:

- a) Padrões segundo os quais o desempenho presente e futuro da empresa possam ser medidos. Quando qualitativos esses padrões são chamados de objetivo, e quando quantitativos, são chamados de metas.
- b) Regras para o desenvolvimento da relação da empresa com seu ambiente externo: quais produtos e tecnologias a empresa irá desenvolver, onde e para quem os produtos

serão vendidos, e como a empresa obterá vantagens sobre seus concorrentes.

Ansoff e McDonnell (1993) consideram que a estratégia de uma organização preocupa-se com o estabelecimento de objetivos e metas para a mesma, bem como com a manutenção de um conjunto de relações entre a organização e o ambiente que lhe permitam perseguir seus objetivos, sejam compatíveis com as potencialidades organizacionais, possibilitando-lhe continuar sensíveis às exigências do ambiente.

Para Porter (1991), muitos pesquisadores sobre estratégia não conseguem diferenciá-la de eficácia operacional. Segundo o autor, a eficácia operacional significa realizar atividades semelhantes melhor que os concorrentes, enquanto que estratégia significa a criação de uma posição única e de valor, com base no ajuste das atividades da empresa.

Mediante tantos conceitos e interpretações, torna-se difícil condensar um único conceito à estratégia. Diante do que é proposto a respeito de estratégia pelos autores até agora consultados, Mintzberg e Quinn (1995) apresentou uma abordagem organizacional mais específica sobre essas diversas argumentações, agrupando o processo de formação da estratégia em 10 escolas. No contexto organizacional da empresa, cada uma dessas escolas pode melhorar o entendimento de como ocorre o processo de tomada de decisão na formação da estratégia da empresa. O quadro a seguir mostra um resumo de cada uma dessas escolas, com seus principais autores, características, processos e formulações:

Escola		Autores	Palavras-chave	Processo de estratégia
PRESCRITIVA	<i>Design</i>	Selznick; Andrews	Ajuste, competência, vantagem competitiva, formulação e implementação, SWOT	Mental, simples, crítico, informal e deliberado
	Planejamento	Ansoff	Organizar, orçar, programar, cenário	Formal, deliberado
	Posicionamento	Hatten; Schendel; Porter	Análise competitiva, estratégia genérica, grupo estratégico, curva de experiência	Analítico, deliberado, sistemático
DESCRITIVA	Empreendedora	Schumpeter e Cole	Ousadia, visão, percepção	Visionário, intuitivo, altamente deliberado
	Cognitiva	Simon	Racionalidade, mapa, quadro, conceito, esquema, percepção, interpretação, delimitado	Mental, emergente, decisivo, restrito
	Aprendizado	Quinn; Prahalad e Hammel; Lindblom; Cyert e March; Weick; Mintzberg	Incrementalismo, emergente, ousadia, iniciativa, competências essenciais	Emergente, informal
	Poder	Astley; Alison; Pfeffer e Salancik	<i>Stakeholders</i> , negociação, conflito, coalizão, rede de contatos, aliança	Negociado, conflitivo, emergente (micro), deliberado (macro)
	Cultural	Rhenman e Normann	Valores, crenças, mito, cultura, ideologia, simbolismo	Coletivo, ideológico, deliberado
	Ambiental	Hannan e Freeman	Adaptação, evolução, contingência, seleção, complexidade, nicho	Reativo, passivo, emergente
INTEGRATIVA	Configuração	Chandler; Mintzberg; Miller; Miles e Snow	Configuração, arquétipo, período, estágio, ciclo de vida, revitalização, estratégia, revolução, reorganizar.	Transformador, integrativa, episódico, seqüenciado, deliberado para configuração, deliberado e prescritivo para a transformação.

Quadro 1 - Quadro sintático das escolas estratégicas

Fonte: O'Shannassy (1999), Mintzberg, Ahlstrand e Lampel (2000)

Três grupos de escolas são propostos para caracterizar o processo de formação de estratégias: as escolas de natureza prescritiva (como as estratégias devem ser formuladas), as

de natureza descritivas (como as estratégias são formuladas) e a escola integrativa (busca a integração das perspectivas das demais escolas, com um pensamento sobre a formulação de estratégias) (MINTZBERG; QUINN, 2001).

Destaca-se aqui, dentre as escolas descritivas, a do Aprendizado, que argumenta em favor da formulação de estratégias por meio de uma abordagem emergente na sua essência (MINTZBERG, 1998). A Escola do Aprendizado enfatiza que o ambiente competitivo é excessivamente complexo, reduzindo a sua previsibilidade e dificultando o uso de estratégias deliberadas.

Pode-se caracterizar que, no processo de formação da estratégia, se confrontam primeiramente as visões clássicas, que tratam as estratégias de forma deliberada (ANSOFF, 1967) e as que tratam a estratégia como um processo emergente e adaptativo que não pode ser planejado com precisão (MINTZBERG, 1998). A dinâmica dos mercados inexoravelmente impõe sobre as organizações um imperativo de flexibilidade, que em muitos casos contrapõe-se aos planejamentos rígidos da governança corporativa, sendo que o mesmo implica instrumentos de monitoração rápida das mudanças e adaptação das estratégias (KALER, 2006). A figura a seguir mostra como agem as estratégias deliberadas e emergentes no contexto da organização:

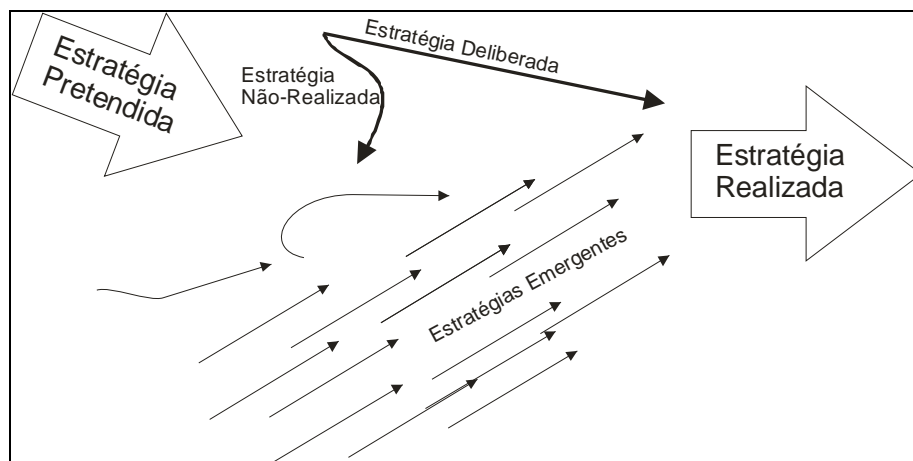


Figura 1 - Quadro de definição estratégia deliberada e emergente

Fonte: Mintzberg (1998)

As estratégias emergentes são descritas, em seu limite, como uma consistência de ações em um determinado tempo sem a presença de intenções para que ocorram (MINTZBERG; WATERS, 1985). No lado contrário, encontram-se as estratégias deliberadas, que são

apresentadas como o resultado das “estratégias realizadas (padrões de ações) formadas exatamente como intencionadas” (MINTZBERG; WATERS, 1985, p.258). A parte emergente da estratégia fundamenta-se no fato de que o mundo está em constante transformação, o que dificulta prever todas as possibilidades de decisão, tornando impossível estimar os eventos mais relevantes para o sucesso da organização em sua totalidade. Por não poderem estimar todas as possibilidades, os *stakeholders* da organização (normalmente os formadores da estratégia) não escolhem sempre a estratégia ótima, mas um arranjo satisfatório (SIMON, 1957, MINTZBERG, 1994). Dentro deste panorama, surgem a todo instante oportunidades e ameaças, cujo tratamento não se dá pela capacidade analítica da organização, mas, sim, por sua flexibilidade, já no momento da ação. A partir daí, as estratégias emergentes são colocadas como um padrão que foi formado entre diferentes ações da organização, sem que houvesse a intenção consciente e, freqüentemente, por meio de um processo de aprendizagem. Em oposição a isto, todas as intenções que foram realizadas na sua totalidade são chamadas de estratégias deliberadas (MINTZBERG, 1994, 1998). Uma estratégia realizada pode ter sido deliberada, mas também pode se proveniente de uma estratégia emergente. Poucas estratégias são exclusivamente deliberadas ou emergentes, pois uma significaria a inexistência de aprendizagem e a outra levaria à falta de controle (MINTZBERG, 1998).

Mintzberg (2001) aponta que, de uma forma geral, a literatura sobre estratégia a propõe como um processo deliberado, no qual os passos a serem seguidos são primeiro pensar e depois agir, para, em um terceiro momento, formular e então implementar. Como crítica a que tal processo irá ocorrer de forma linear e tal qual planejado, destaca-se que as estratégias podem tanto ser formuladas quanto se formar, de tal modo que uma estratégia realizada pode emergir em resposta a uma questão evolutiva ou pode acontecer deliberadamente por intermédio de um processo de formulação seguido de sua implementação.

Mintzberg (2001), ainda, assegura que as estratégias não precisam apenas ser mais elaboradas, mas, sim, mais bem-desenvolvidas, de forma gradual, por meio das ações e experiências da organização. Este fato pode ser mais bem-observado quando intenções planejadas não produzem os efeitos esperados, vindo a ocorrer que as organizações acabam ficando com estratégias não-realizadas. De tal forma, mesmo que muitas estratégias pretendidas sejam malconcebidas, o erro reside, muitas vezes, em pressupor que o pensamento deve ser independente da ação e precedê-la. Novamente, todo processo de formação de estratégia tem dois pilares: um deliberado e outro emergente, pois se a estratégia puramente deliberada impede a aprendizagem, a estratégia puramente emergente impede o controle. É ressaltado que nenhuma organização tem conhecimento suficiente para resolver



tudo antecipadamente e ignorar o aprendizado. De outra forma, ninguém pode ser suficientemente flexível para deixar tudo ao acaso e desistir do controle. Assim, a estratégia deliberada e a emergente formam os extremos de um *continuum*, ao longo do qual as estratégias que são criadas no mundo real podem ser encontradas (MINTZBERG, 2001).

Para Aaltonnem e Ilkävälko (2002), a realidade de que algumas estratégias são planejadas e outras emergem das ações e das decisões dos *stakeholders* da organização, sendo que estas realidades influenciam-se mútua e reciprocamente. De qualquer forma, ao longo do *continuum* citado, incluindo seus limites, a forma de concepção da estratégia interfere na sua implementação e na maneira como a estratégia é comunicada, interpretada, adotada e posta em ação.

No caráter da governança corporativa de uma organização, estas realidades, planejadas ou emergentes, tendem a se acentuarem de forma ainda maior (AALTONNEM e ILKÄVALKO, 2002). Os conflitos de agência gerados, a discussão sobre os direitos de propriedade e as divergências entre os *stakeholders* podem, de um lado, dificultar a formação das estratégias deliberadas, enquanto, de outro, atrapalhar ou lentificar as formas de decisão emergentes nas estratégias da organização.

## 2.2 A NOVA ECONOMIA INSTITUCIONAL (NEI) E A GOVERNANÇA CORPORATIVA

As hipóteses teóricas básicas concernentes a como resolver os problemas de administração conjunta (*stakeholders* e acionistas) nas empresas foram o marco inicial para os estudos de governança corporativa. Destarte, surgiu como uma solução à questão da expropriação de riqueza dos acionistas por parte dos gestores – principalmente em empresas com nível de propriedade pulverizado – ou em organizações nas quais existiam conflitos entre os acionistas minoritários e os majoritários, no caso em que a propriedade encontrava-se concentrada. Este problema é colocado quando os gestores (ou os acionistas principais, no segundo caso) tomam decisões com o objetivo de maximizar seu interesse pessoal, em contraponto ao dos acionistas. De tal forma, a questão da governança corporativa passa pela compreensão de como ocorre o problema da agência nas empresas e quais os mecanismos que podem ser utilizados no abrandamento de tal conflito. A NEI implica mecanismos tanto espontâneos quanto intencionais de adaptação das instituições (WILLIANSO, 1996).

Toda a premissa deste conflito passa pela abordagem da NEI. Derivada dos trabalhos da década de 1930 de Berle e Means (1932), que, com pioneirismo, analisaram os problemas de agência, e de Coase (1937), que apresentou os princípios da economia dos custos de transação com a Teoria da Firma, as teorias que compõem esse referencial alternam a visão microeconômica tradicional da organização como uma função de produção para um mecanismo de contratação. Diante disso, surge que os custos de transação podem ser identificados como os custos de contratar. Como o estudo da governança corporativa foca-se na identificação, explicação e mitigação de todas as formas de riscos contratuais, constitui-se este em um dos principais instrumentos da Teoria dos Custos de Transação. Nesta abordagem, os custos de transação e os conflitos de agência são fatores que impossibilitam a completa designação, imposição (*enforcement*) e precificação dos direitos de propriedade dos ativos. Visto por este ângulo, os incentivos e comportamentos sofrem interferência da forma como a propriedade dos ativos está distribuída entre os agentes. Como resultado da influência no comportamento, o nível e o aspecto qualitativo do produto de uma economia também são função de uma estrutura de propriedade dos ativos (FURUBOTN; RICHTER, 1997).

### **2.2.1 Governança corporativa e a questão da agência**

A discussão sobre o aprimoramento e implantação de processos de governança corporativa nas empresas surgiu como resposta à expropriação da riqueza dos acionistas pelos gestores, assim como da inferência de decisões de acionistas controladores sobre os minoritários, principalmente em empresas com um nível alto de capital pulverizado. Tais fatos observados decorrem do problema de agência verificados nas organizações, nas quais os gestores buscam a maximização da sua utilidade pessoal em detrimento daquela dos acionistas. De tal forma que o entendimento sobre governança corporativa passa pela compreensão de como ocorre e como se resolve o problema de agência nas empresas, bem como quais mecanismos podem ser empregados para abrandar o problema (JENSEN; MECKLING, 1976).

A Teoria da Agência examina as relações entre os principais e os agentes, isto é, entre interessados diretos em decisões e indivíduos que realmente têm o poder delegado para decidir. As empresas podem ter seus próprios interesses estratégicos para alcançar um desempenho superior. Contudo, o poder de decisão encontra-se alocado nas mãos dos

executivos, os quais são contratados pelos acionistas majoritários, por meio dos conselhos de administração, cuja finalidade principal é a de representar os proprietários perante os executivos. Nesse ponto de vista, serão fatores preponderantes para o melhor desempenho econômico por parte da empresa:

- a) a competência técnica dos executivos escolhidos para orientar as atividades da empresa;
- b) o alinhamento de interesses dos executivos com os interesses corporativos e
- c) a adequação da estrutura de governança corporativa para a condução da relação entre o principal e o agente<sup>1</sup> (JENSEN; MECKLING, 1976).

No caso das empresas de capital aberto, nas quais o controle é confiado, em geral, a um corpo executivo, uma questão de agência descrita na literatura é que os interesses dos acionistas não são integralmente refletidos no comportamento dos dirigentes responsáveis pela gestão da empresa. As principais fontes de conflito entre proprietários e gestores são as seguintes (JENSEN; MECKLING, 1976):

- a) diferenciais de exposição ao risco;
- b) diferentes horizontes temporais;
- c) superinvestimento;
- d) escolha do nível de esforço;
- e) “mordomias” (*perquisites*);
- f) disputas sobre os níveis ótimos de dividendos e investimentos entre credores e acionistas;
- g) conflitos entre sócios.

Dentre essas, existem duas manifestações mais típicas desse problema de agência. No primeiro, entende-se que a gerência da empresa usa seu poder de comando em benefício próprio, valendo-se da posição que ocupa para seguir objetivos alheios aos interesses dos acionistas, notadamente a autoconcessão de supersalários e outros benefícios pecuniários, busca de prestígio social, concessão de favores, etc., os quais não teriam como resultado a maximização do desempenho da organização, mas, ao contrário, contribuiriam para a redução de seu valor de mercado (JENSEN; MECKLING, 1976, SHLEIFER; VISHNY, 1997).

Outro problema, que acarreta em conseqüências tão ou mais danosas que o primeiro, consiste na falta de incentivo para que a gerência imprima esforços em atividades que não são suas atribuições estritas, por envolverem custos pessoais, e/ou não surtirem efeitos no curto

---

<sup>1</sup> Agente é considerado o *stakeholder* que executa uma determinada ação em benefício do principal, enquanto o principal é o *stakeholder* cujo bem-estar depende da ação do agente (JENSEN; MECKLING, 1976).

prazo. A implicação desta disfunção comportamental em relação à gerência é a mesma da primeira: não é prioridade a maximização do desempenho econômico da empresa. Conforme a teoria da agência, esse padrão de comportamento persiste devido à estrutura de incentivo ao monitoramento da gerência por parte dos acionistas. O monitoramento é custoso, mas, ao mesmo tempo, constitui-se em um bem público, isto é, nas empresas de capital aberto, o bem-estar (aumento do valor da empresa) advindo do monitoramento é usufruído por todos os acionistas, independentemente de qual deles monitorou a gerência. Como não existem incentivos suficientes para o monitoramento, o comportamento racional é o *free-riding*<sup>2</sup> (JENSEN, 2000).

Dentre os conflitos de agência, observam-se alguns aspectos entre as relações dos gestores das empresas e os acionistas, sobretudo os minoritários (JENSEN; MECKLING, 1976):

- a) conflitos de agência ocorridos por conta dos pagamentos de dividendos - prejuízo aos investimentos (o pagamento de dividendos pode reduzir os recursos retidos pela empresa e, portanto, sua capacidade de pagamento de empréstimos);
- b) diluição de dívidas, sendo que o incremento no endividamento aumenta o risco de não-recebimento dos primeiros credores;
- c) substituição de ativos, quando se utilizam os recursos emprestados para investimento em projetos de maior risco do que aqueles inicialmente contratados;
- d) subinvestimento, no momento em que a empresa rejeita projetos de valor presente líquido positivo que possam beneficiar em primeiro lugar os credores, por assegurar fluxos de caixa de menor risco.

A teoria da agência objetiva justamente lidar com os problemas que surgem da separação entre propriedade e gestão. O afastamento do proprietário das decisões estratégicas dos negócios para a transferência da gestão a profissionais foi o passo inicial aos problemas de agência. Deste modo, resolver os conflitos de interesse entre proprietários e executivos, relacionados às diferenças de orientação entre o que os *stakeholders* (agentes), buscam, com sua atuação na empresa e naquilo que esperam os acionistas (principal) (JENSEN; MECKLING, 1976, SHLEIFER; VISHNY, 1997). Porém, a busca por uma melhor interação

---

<sup>2</sup> *Free-riding* é o uso dado a sistemas de compartilhamento por usuários que apenas tomam proveito dos recursos disponíveis, sem contribuir, o que, em geral, degrada o desempenho do sistema como um todo. Pode ser caracterizado também como um comportamento oportunista por parte de alguns *stakeholders*. (BOVESPA). Assim, o problema do *free-riding* ocorre quando as pessoas que não pagam pela informação produzida obtêm vantagens da informação pela qual outras pessoas pagaram. O problema do *free-riding* sugere, assim, que a venda privada de informação será somente uma solução parcial para o problema da seleção adversa nos mercados financeiros (SHLEIFER; VISHNY, 1997).

desse relacionamento incorreu em custos aos acionistas, os chamados custos de agência (JENSEN; MECKLING, 1976, JENSEN, 2001).

Tais custos derivam do momento em que a autoridade da organização passa dos seus principais acionistas para uma gestão profissional. Como ambos tendem a buscar a sua máxima utilidade pessoal, é possível acreditar que os agentes não trabalharão sempre em prol dos interesses dos acionistas. De forma a diminuir a incidência dessas divergências, estabelece-se uma gama de incentivos contratuais. Em contrapartida, esses incentivos acarretam custos aos acionistas, que são os custos da agência, os quais, segundo os autores, incidem no somatório de tais fatores (JENSEN; MECKLING, 1976, JENSEN, 2001):

- a) despesas de monitoramento das atividades dos gestores pelos acionistas;
- b) custos de elaboração e estruturação de contratos entre gestores e acionistas;
- c) gastos propostos pelos gestores, com o intuito de provar aos acionistas a transparência da sua gestão - podem se chamados também de custos de *bonding*, que significa comprometimento, por parte do agente, em não adotar medidas prejudiciais aos interesses do principal, ou oferecimento de garantias de ressarcimento do principal se tais medidas forem adotadas;
- d) perdas residuais (*residual loss*), decorrentes das divergências entre as decisões dos gestores e aquelas que iriam maximizar o capital dos acionistas;
- e) remuneração ou premiação dada na forma de participação acionária aos gestores, de forma que o mesmo se torna agente e principal.

Um modelo sistêmico de como o problema da agência dos gestores pode interferir nas decisões maximizadoras de riqueza é dado a seguir:



Figura 2 - Modelo sistêmico do problema da agência e a governança corporativa

Fonte: Elaborado pelo autor (2008)

A figura demonstra que a relação entre acionistas e gestores pode ser efetuada por intermédio de uma simples troca entre a remuneração (acionistas para os gestores) e serviços (gestores para os acionistas) (BERLE; MEANS, 1932). No momento em que os gestores, com seus serviços especializados, cumprem com a sua parte de maximizar a riqueza dos acionistas, o relacionamento de agência aí empreendido transcorre sem maiores transtornos. Por outro lado, se o gestor procura, em algum momento, maximizar a sua utilidade pessoal na organização, cria-se um problema de agência (JENSEN; MECKLING, 1976). A partir desse fato, a melhor forma que o acionista tem de se interpor entre este problema é criando normativas claras e transparentes de controle. Tal atitude é tomada mesmo incorrendo em custos não previstos caso houvesse um relacionamento claro de agência por parte do gestor. Essas normativas tendem, então, a tornar-se o modelo de governança corporativa proposto pela empresa (JENSEN, 2001, 2002).

A outra questão da agência refere-se à proteção dos acionistas minoritários. É proposto que as boas práticas de governança corporativa dão-se pela combinação de grandes investidores, pequenos investidores com a proteção legal de ambos. Dessa forma, nos locais onde existe maior proteção dos direitos dos acionistas, os investimentos tendem a ser mais encorajados, tendo como consequência o desenvolvimento dos mercados, diferenciando-se daqueles em que a proteção é mais frágil (SHLEIFER; VISHNY, 1997).

Ainda, Berle e Means (1932) asseguram que, em grandes corporações, com posição acionária dispersa, predomina a idéia de que o grande problema de agência torna-se o conflito

entre administradores e acionistas, exigindo a adoção de mecanismos (como a governança corporativa) que forcem os administradores a proteger o interesse dos acionistas.

A questão da agência é um elemento crucial para a chamada visão contratual da firma. Perante este aspecto, de proteção normativa e contratual, tem-se que a firma é um nexo de contratos entre clientes, trabalhadores, acionistas, gestores, fornecedores de material e capital, governo e comunidade (nos casos de responsabilidade social, principalmente). Sob esta óptica são estudados os custos de transação da empresa, a teoria da firma, os direitos de propriedade e a teoria dos *stakeholders*.

### 2.3 TEORIA DA FIRMA

A teoria da firma encontra-se como parte da teoria microeconômica que tem se dedicado a explicar e a prever as tomadas de decisão das empresas. Na tradicional teoria da firma neoclássica, o objetivo principal concentra-se na maximização dos lucros (COASE, 1932). Após lançada a teoria, outros autores trataram de complementá-la, de forma que a mesma não ficasse unicamente restrita a esse fato. Um dos objetivos da firma, bem como do empresário que projeta sua estratégia, é aumentar o tamanho da mesma, medindo sua expansão pelas receitas de vendas. É acordado que, na maioria das vezes, a satisfação do *stakeholder* principal dada-se muito mais pelo aumento da firma do que pela maximização dos seus lucros (BAUMOL, 1966). Tal crescimento da firma ocorre, basicamente, pela manutenção e pela ampliação das competências da mesma. O caráter de crescimento de uma firma está em sua habilidade de estabelecer e manter uma posição estratégica com relação ao uso de certos recursos e tecnologias, bem como em explorar determinados tipos de mercados. São essas as habilidades e tecnologias de competência central, a qual permite que uma empresa ofereça um determinado benefício ao cliente (PRAHALAD; HAMEL, 1995).

Ao se conceituar a competência de uma organização, está-se estabelecendo uma ligação com a sua base de conhecimento, sendo que este conhecimento é transmitido no saber fazer, o *know how*, o como fazer algumas coisas e aplicá-las de forma estratégica. Algumas dessas competências tem caráter estratégico para a organização, sendo chamadas de competências centrais ou *core competences*, ou seja, a maior fonte de competitividade da organização. A experiência obtida seja no desenvolvimento, na produção ou na comercialização de algum bem ou serviço reforça essas competências. Note-se que

habilidades obtidas pela repetição muitas vezes de uma tarefa são também uma forma de economia de escala. Uma vez desenvolvidas, elas se tornam uma vantagem futura para novos produtos. Desenvolver as competências essenciais pode proporcionar, de maneira geral à organização, um diferencial competitivo, possibilitando o surgimento de novas oportunidades, tanto no ambiente externo quanto no interno à organização. As organizações que implementam suas estratégias com base nas competências essenciais ou capacidades únicas podem iniciar os seus processos estratégicos reconhecendo suas capacidades e competências críticas (PRAHALAD; HAMEL, 1979, 1995).

Uma hipótese que relaciona ainda a teoria da firma com as expectativas e ações dos gestores é conhecida como “racionalidade limitada (*bounded rationality*)”. Simon (1961) supõe que os atores pretendem ser racionais, mas o são apenas de forma limitada, já que não detêm toda a informação relevante sobre a situação. O autor (1961) ainda comenta que as limitações para resolver problemas complexos racionalmente fazem o indivíduo substituir um comportamento típico por um que maximiza a busca de soluções satisfatórias. Quando o problema da agência é minimizado, pode haver um maior fluxo de informações entre todos os *stakeholders*, de forma a maximizar a eficiência na tomada de decisões (SIMON, 1961, JENSEN, 2001). Para Simon (1961), as limitações humanas para solucionar problemas complexos racionalmente, fazem-no substituir um comportamento maximizante pela busca de soluções satisfatórias (*satisficing behaviour*). Tal padrão de comportamento poderia ser observado em *stakeholders* que buscam objetivos acima de algum padrão de aceitação mínimo, mas abaixo do ótimo ideal. Esse comportamento poderia ser observado em gestores que buscam de forma mais rápida tanto do conhecimento quanto da expansão do seu negócio, por meio de fusões e aquisições. O quesito da racionalidade limitada será mais bem-explorado no subtítulo Teoria dos Custos de Transação.

Uma outra questão abordada pela teoria da firma é a do oportunismo, decorrente da dificuldade de mensuração do desempenho e da atribuição de responsabilidades específicas em um contexto de equipe. Destarte, a firma serve também para lidar com os problemas criados pelos conflitos de interesse de membros de uma equipe. Esse aspecto do oportunismo remete a um dos problemas centrais da questão da firma, que é o dilema se a empresa deve fabricar ou comprar determinado produto e revendê-lo. Tal dilema é respondido perante dois tópicos, onde se integra verticalmente a eliminação do oportunismo e a especificidade dos ativos (visto a seguir, no subtítulo sobre dos custos de transação). O controle dos ativos por um controlador único (agente e principal) é visto como uma estratégia efetiva para reduzir a intenção e o impacto do comportamento oportunista na implementação de determinada



atividade. Observa-se que, aceita tal forma de gestão, elimina-se o problema da agência entre gestor e acionista, sendo que a governança corporativa só terá ênfase na proteção do acionista minoritário diante deste mesmo controlador (DEMSETZ, 1967). A produtividade da integração vertical está na desenvoltura da estratégia em reduzir os gastos necessários para a proteção das partes cooperativas em relação a um comportamento oportunista. Em uma situação de ausência de oportunismo, a troca pelo mercado é a forma mais eficiente de cooperação (DEMSETZ, 1967; WILLIANSO, 1995). Conforme Willianson (1988), dentro do ambiente empresarial o oportunismo gera uma incerteza de comportamento. Neste contexto, as informações podem ser dadas ao mercado de forma estratégica, e não de total transparência. A partir daí, novas assimetrias informacionais são geradas conforme a emissão e a análises de tais informações.

### **2.3.1 A tomada de decisão perante informações assimétricas**

Cabe observar que o comportamento oportunista ocorre em um ambiente de informações incompletas, quando as comunicações das empresas ao mercado e os informes dos dirigentes podem sofrer problemas de credibilidade sistemáticos. Quando um *stakeholder* de parte da gestão da empresa comparece ao mercado com frequência, estará em jogo a questão da sua reputação; quando esse comparecimento for o primeiro ou esporádico, a questão em pauta será a da credibilidade da informação (AKERLOFF, 1970, WILLIANSO, 1985).

Os pressupostos da assimetria da informação englobam um conjunto de problemas que pode tornar a tomada de decisão ineficiente. No caso de compra de ações por acionistas minoritários (compradores de títulos como uma ação ordinária) de uma empresa com poucas informações disponíveis aos demais *stakeholders*, uma informação que aparentemente simples que pode se tornar prejudicial; de tal forma, se esses acionistas não conseguirem distinguir entre empresas com um volume de lucros esperados e de baixo risco, e as empresas ruins (alto risco e baixo lucro esperado), tem-e que ele estará disposto a pagar somente um preço que reflita a qualidade média das empresas emissoras de títulos, sendo esse um preço médio entre as ações das empresas boas e ruins (AKERLOK, 1970, MACHO-STRADLER; PÉREZ-CASTRILLO, 1997).

Se, por um lado, a seleção adversa é afetada pela falta de conhecimento do acionista minoritário em questão, que é enganado ou induzido ao erro e escolhe uma empresa de

qualidade inferior, por outro lado, a questão do risco moral apresenta-se como um problema de oportunismo por parte de quem tem maior informação do mercado. Uma outra visão, que na prática decorre das anteriores, refere-se ao fato de que a falta de credibilidade provinda de empresas ruins pode levar à diminuição do valor de empresas com “boa qualidade” de suas ações, podendo provocar a diminuição de sua participação de mercado devido a uma desleal concorrência por parte de empresas de “qualidade inferior”, tornando, assim, ineficientes toda a atividade econômica.

A assimetria da informação, na visão de Akerlof (1970), pode facilitar a coexistência, no mercado, de empresas de uma determinada qualidade de gestão, os quais os acionistas não conseguem discernir com exatidão. Se for aceita a hipótese de que os acionistas poderiam reduzir o custo de recolher a informação referente à qualidade dessas empresas e, ainda, que esse custo seria capaz de afetar a sua decisão de compra, então as empresas poderiam explorar o fato, desenvolvendo uma estratégia do competidor que permitisse a redução da assimetria na informação (AKERLOK, 1970, WILLIANSO, 1996). Quatro premissas básicas caracterizam a assimetria da informação:

- a) seleções adversas: caracterizadas pela falta de informação que conduzem as pessoas a fazerem escolha errada;
- b) risco moral (*moral hazard*): caracteriza-se pelo comportamento oportunista da pessoa que possui maior informação;
- c) comportamentos de manada: caracteriza-se pelo momento em que os agentes sem informação privilegiada procurariam seguir aqueles que pretensamente a possuíssem, o que poderia redundar em tendências auto-realizáveis;
- d) exclusão de produtos de boa qualidade: o desconhecimento sobre a qualidade de produtos propicia uma saída dos produtos de qualidade do mercado pela concorrência desleal induzida por outros produtores (AKERLOK, 1970).

A prática da governança corporativa nas instituições aparece como um mecanismo capaz de proporcionar maior transparência a todos os agentes envolvidos com a empresa, minimizar a assimetria de informação existente entre os *stakeholders* de gestão e fazer com que os acionistas que não tenham controle da gestão possam reduzir suas perdas no caso de uma eventual venda da empresa.

O mercado de capitais cada vez mais ativo e competitivo e o alto grau de alavancagem vivido pelas empresas brasileiras atualmente acentuaram a importância da transparência nas práticas empresariais (VIEIRA; MENDES, 2004). A governança corporativa, a partir desse ponto, tende a atuar como um importante mecanismo desse processo, pois a veracidade e a

transparência das informações, associadas a uma política de gestão voltada para minimizar a assimetria de informação entre gestores e acionistas, constituem o foco de seu desenvolvimento. Garantir que os acionistas tenham total acesso às informações permite reduzir a assimetria de informação presente nos mercados, diminuindo, conseqüentemente, o custo de captação das empresas e garantindo que os acionistas sejam tratados de maneira transparente, podendo tomar suas decisões de investimento de forma adequada à maximização de seus resultados. Entende-se daí que a governança corporativa, ao propiciar a redução da assimetria de informação existente entre a empresa e os agentes envolvidos, tende a provocar a redução do seu custo de capital, gerando uma vantagem competitiva para a mesma (MACHO-STRADLER; PÉREZ-CASTRILLO, 1997, VIEIRA; MENDES, 2004).

A predisposição para investir em empresas com bons níveis de governança corporativa é coerente com a posição das pesquisas sobre a natureza do auto-interesse. A teoria dos prospectos, proposta por Tversky e Kahneman (1979), observa que os indivíduos analisam assimetricamente os riscos ascendentes e descendentes, sendo que, dependendo do ponto de vista (prospecto) utilizado ao expor a situação e as alternativas, o comportamento do tomador de decisão perante o risco pode variar.

Hall (1984) observa que os tomadores de decisão tendem a ter um comportamento não-consistente diante do risco, sendo que, frente ao seu comportamento quanto ao risco, a possibilidade de acontecer algo no futuro é elemento importante na análise da situação e da decisão. O autor observa também que os *stakeholders* que atuam na gestão das empresas tendem a evitar as decisões de alto risco, e que, na sua maioria, as análises de tomada de decisão costumam ignorar as situações de fracasso. A figura a seguir mostra como possíveis prejuízos monetários podem variar de acordo com a teoria dos prospectos. Essa figura mostra as possibilidades de prejuízos ou lucros monetários obtidos das apostas mediante informações imprecisas (ou valores subjetivos), conforme a referida teoria:

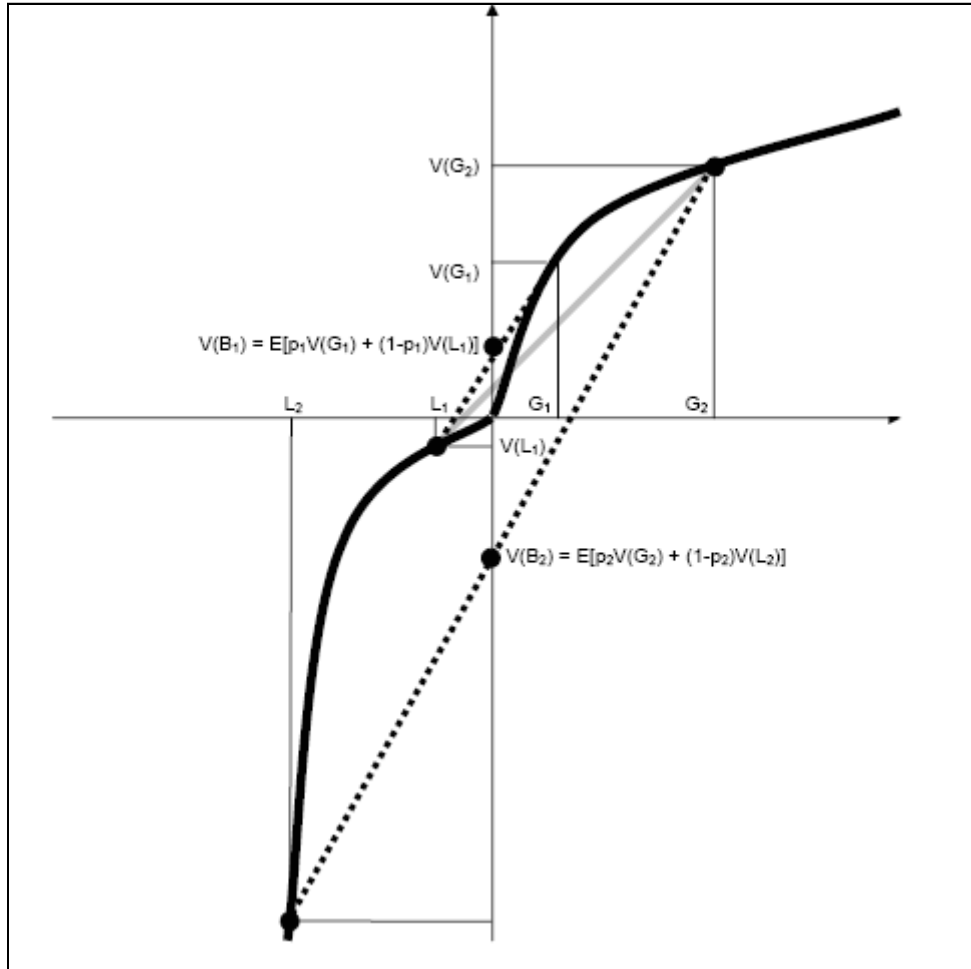


Figura 3 - Teoria dos Prospectos e o risco da perda

Fonte: Morck e Steier (2005)

A figura mostra os valores subjetivos que as pessoas atribuem à aposta arriscada. Por exemplo, a aposta 1 mostra o retorno de um pequeno ganho de  $G_1$ , com probabilidade  $p_1$  e uma pequena perda de  $L_1$  com probabilidade  $1 - p_1$ . Supondo que  $p_1$  é estabelecido de modo que o valor da aposta seja zero, o valor subjetivo da aposta é  $V(B_1) = E[p_1V(G_1) + (1-p_1)V(L_1)] > 0$ , valor pelo qual é apostado. Em contrapartida, a aposta 2 retorna um grande ganho de  $G_2$  e a probabilidade  $p_2$  de uma grande perda de  $L_2$  com probabilidade  $1 - p_2$ . Mais uma vez,  $p_2$  é tal que o valor da aposta é zero. O valor subjetivo da aposta é  $V(B_2) = E[p_2V(G_2) + (1-p_2)V(L_2)] < 0$ , valor pelo qual o indivíduo recusa a aposta.

Tem-se como exemplo o fundador de uma empresa, mediante a decisão de apoiar ou rejeitar reformas institucionais, as quais poderiam tornar a empresa mais lucrativa. Essas alterações poderão deixar o patriarca expandir significativamente o seu negócio e obter ganhos de capital muito maiores, mas também poderá deixar concorrentes que possam surgir corroer ou, mesmo, destruir a riqueza criada. Os grandes riscos desse tipo, de acordo com a

teoria dos prospectos, normalmente são rejeitados, mesmo que impliquem importantes ganhos de capital. O fundador da empresa, por uma característica comportamental, tende a ver o risco sobre o patrimônio construído como uma aposta inaceitável. Em contrapartida, menores ajustes como uma mudança institucional, análogos à aposta 1 na figura acima torna-se aceitável. A teoria dos prospectos sugere, assim, um viés conservador, mediante o comportamento dos fundadores, que preferem rejeitar o risco de uma reforma institucional que possa vir a perder ou diminuir sua riqueza e *status* atual.

Dentro da nova economia institucional, a firma é considerada uma estrutura de governança ou, mesmo, um conjunto de contratos. Considerando o aspecto da governança, tende-se a internalizar transações à medida que as mesmas requerem ativos específicos (WILLIANSO, 1985). Desta forma, do mesmo modo que as transações se diferenciam em seus atributos - grau de especificidade, freqüência, incerteza -, os aspectos da governança tendem a oscilar em seus custos de operação e competências, como no caso da relação entre a empresa e o mercado. Cabe, neste ponto, alinhar as transações com as correspondentes estruturas de governança (hierárquica, contratual ou mercado), de modo a suavizar os custos de transação da empresa (JENSEN; MECKLING, 1976, SHLEIFER; VISHNY, 1997, WILLIANSO, 1985).

## 2.4 TEORIA DOS CUSTOS DE TRANSAÇÃO

Uma das primeiras argumentações sobre as razões que levam uma parte das transações econômicas a serem realizadas em um tipo de instituição chamado de “firma”, em vez de se darem via mercado, foi proposta por Ronald Coase (1937) e aprofundada por Oliver Williamson (1985). Ao incorporar um elemento que não dá ênfase à questão tecnológica, parte-se do fato de que as transações são permeadas por custos, e a organização em firmas é uma maneira de economizar em alguns deles, embora implique elevação em outros. No que concerne aos custos de transação de uma empresa. dá-se maior ênfase a partir do desenvolvimento da chamada teoria dos custos de transação (TCT). Embora se reconhecesse que já existiam os custos de transação, isto é, que não apenas o ato de produzir, mas que o de comprar e vender acarretava custos, julgava-se, em geral, que os custos associados às transações econômicas eram negligenciáveis, de tal forma que os únicos custos que realmente importavam eram os de produção.

Na economia dos custos de transação, a firma é definida como uma estrutura de governança, sendo que a corporativa refere-se principalmente ao equacionamento de contratos relacionados entre os *stakeholders* realmente importantes e os acionistas, sobretudo os que sejam detentores de ativos de grande valor. Há, ainda, na economia dos custos de transação outra vertente, mais relacionada à mensuração dos custos de transação no ambiente macroeconômico (WILLIANSO, 1996). Este segundo tópico não será abordado neste trabalho, por ser indiferente ao estudo em questão. Colocados estes termos, as organizações, dentro do princípio econômico do capitalismo, têm como principais funções, embora não exclusivas, maximizar os lucros e reduzir os custos de transação.

Dentro da perspectiva de gestão da firma, podem ser postos três modos de estruturas de governança que minimizam os custos de transação: (1) via mercados; (2) via formas híbridas e (3) via hierarquia (integração vertical). As firmas tendem a optar pela forma de estrutura mais própria ao seu caso, analisando os três parâmetros de transação, citados anteriormente (FIANI, 2002):

- a) A especificidade dos ativos: entre as maneiras pelas quais as transações podem diferir, a mais proeminente é a especificidade dos ativos, que surge quando uma condição de dependência bilateral dos contratos incompletos e especificidade dos ativos estão juntos (WILLIANSO, 1996). Parte-se do pressuposto de que há perda de valor dos ativos envolvidos em determinada transação, no caso desta não se concretizar, ou no caso do rompimento contratual. Uma alta especificidade de ativos denota que uma ou ambas as partes envolvidas na transação perderão, caso esta não se concretize, por não encontrar uso alternativo que mantenha o valor do ativo desenvolvido para determinada transação.
- b) Frequência: relaciona-se ao número de vezes que dois agentes realizam determinada transação. As transações podem ocorrer uma única vez, ou podem se repetir com uma continuidade conhecida. Para cada caso, tem-se que o desenho do contrato entre as partes seja diferente, uma vez que transações repetitivas podem gerar um pretexto para o surgimento de uma reputação. De tal forma, são relevantes os casos de transações entre agentes não-anônimos, sem o que não é possível o acúmulo de informações necessárias para a formação de uma reputação (WILLIANSO, 1985).
- c) Incerteza: é o fator que associa incerteza a efeitos não-previsíveis, não-passíveis de terem uma função de probabilidade conhecida a eles associada. Esta impossibilidade de previsão de choques que possam alterar as características dos

resultados da transação não permite que os agentes que dela participam proponham cláusulas contratuais, de tal forma que associem a distribuição dos resultados aos impactos externos, pois esses não são conhecidos *ex-ante*. A incerteza pode levar ao rompimento contratual não-oportunista, e está associada ao surgimento de custos transacionais irremediáveis, motivados por uma das características comportamentais consideradas pela teoria, que é a racionalidade limitada. (WILLIANSO, 1985, BESANKO; DRANOVE; SHANLEY, 2000).

Buscando-se ainda a previsibilidade de comportamento do mercado, observa-se que a racionalidade limitada e o oportunismo tornam extremamente intrínsecos a elaboração de contratos que contemplem todas as possibilidades futuras, principalmente quanto aos direitos de propriedade (DEMSETZ, 1967). Destaca-se ainda que a existência de ambos pode colocar os agentes na posição de romper os contratos para apropriarem-se do valor dos ativos específicos. Pode-se explicar tais pontos da seguinte forma:

- a) Racionalidade limitada: é um princípio que parte do reconhecimento do limite da capacidade da mente humana, em lidar com a formulação e resolução de problemas complexos em face da realidade. Partindo-se de tais limites, tanto “neurofisiológicos” quanto de linguagem, torna-se dispendiosa a adaptação às sucessivas eventualidades futuras não-previsíveis. Assim, parte-se do ponto que os agentes desejam ser racionais, mas só conseguem o ser parcialmente. A limitação decorre da complexidade do ambiente que cerca a decisão dos agentes, que não conseguem atingir a racionalidade completa. De tal forma, os contratos de longo prazo precisam se antecipar a eles por meio da organização interna, tal que permita à firma adaptar-se às incertezas, mediante processos administrativos de forma sequencial. Se os agentes fossem plenamente racionais, seriam capazes de formular contratos completos e não surgiria a necessidade de se estruturarem formas sofisticadas de governança (SIMON, 1991, WILLIANSO, 1996).
- b) Oportunismo: é o aspecto comportamental que se relaciona à busca pelo interesse próprio com avidez e que pode se manifestar em condições pré ou pós-contrato. O que é visto por Simon (1991) como depravação no comportamento das pessoas, que se manifesta na fraqueza da própria razão, a economia dos custos de transação chama de “oportunismo”. Consiste basicamente na busca do auto-interesse, com alto grau de astúcia do indivíduo. Correlacionando oportunismo com a prática interna da organização, observa-se que ele se manifesta por intermédio da falta de sinceridade, de clareza e de honestidade nas transações. Em casos nos quais há relações de

influência mútua altamente competitivas, as tendências oportunistas apresentam baixo risco; em outros casos, muitas transações, que, no início, envolviam licitadores qualificados, transformam-se, ao longo do processo de execução do contrato (e antes de sua respectiva renovação), em custosas e arriscadas, quando se unem ao oportunismo (SIMON, 1991, BESANKO; DRANOVE; SHANLEY, 2000). Normalmente, correlaciona-se o oportunismo com a distorção ou a sonegação deliberada de informações. Da mesma forma que a informação está assimetricamente disponível a diferentes agentes no interior da firma e/ou no mercado, pode-se incorrer em dois tipos de problemas; o uso dessa informação privilegiada (*private information*) ser feito antes ou depois da contratação da informação ou depois (*ex-post*), quando se tem o denominado “risco moral” (*moral hazard*), conforme já foi visto (BESANKO; DRANOVE; SHANLEY, 2000). Muitos parâmetros de governança corporativa originam-se como proposta a barrar o comportamento oportunista, tanto dos *stakeholders* quanto dos acionistas (WILLIANSO, 1991, SIMON, 1991).

Ainda com base na adoção da hipótese de racionalidade limitada e no abandono da suposição de informação, assim como no conhecimento perfeitos, os mesmos afetam a hipótese de que as firmas maximizam seu lucro, já que isso nem sempre é possível e nem sempre é efetivamente perseguido. (Conforme dito anteriormente, algumas vezes a crescimento da empresa gera maior satisfação que a maximização dos lucros.) Quanto à questão da maximização dos lucros, excetuando-se a busca do crescimento da firma pelos *stakeholders*, é possível destacar (WILLIANSO, 1991, 2002, SIMON, 1991):

- a) o fato de o mercado de capitais não se comportar de modo perfeito, os acionistas principais podem ter taxas de desconto diferentes na avaliação da empresa;
- b) os conflitos de interesses entre os participantes pode interferir no desempenho da empresa, devido à busca de distintos interesses (*stakeholders*, consumidores, financiadores, etc.);
- c) os acionistas podem preferir obter ganhos de outra forma, como no exemplo de serem fornecedores/consumidores da empresa.

Como uma crítica à NEI sob um aspecto geral, Williamson (2000) aborda uma microeconomia organizacional (sob o ponto de vista do custo de transação), em que os agentes buscam organizar suas transações na maneira mais eficiente. Esse conceito implica que a única razão pela qual as nações industrializadas mais avançadas têm sistemas econômicos de mercado, com empresas de mais de uma pessoa e sistemas elaborados de



governança corporativa, é para reduzir os altos custos de transação, criados pelas três forças citadas: a especificidade dos ativos, a racionalidade limitada e o oportunismo. Assim, o problema da geração da ação coletiva e da estruturação de arranjos contratuais apropriados para minimizar custos de transação é um importante elemento que orienta o comportamento e define as formas como os acionistas e *stakeholders* administram em conjunto as organizações. Sendo assim, a governança corporativa torna-se necessária onde a racionalidade é limitada, há oportunismo entre os agentes e os ativos são específicos (ZYSMAN, 1994).

Deste modo, as formas eficientes de governança corporativa devem considerar os riscos mencionados e definir pelo maior ou menor controle das transações. Assim, *ceteribus paribus*, a escolha da forma mais eficiente de governança, depende, sobretudo, do tipo de especificidade dos ativos. O gráfico a seguir mostra como ocorre a decisão da forma de governança, a partir das variações na especificidade dos ativos, indicando a perda de eficiência das três formas de coordenação, vias mercado, contratual e hierarquia. A perda de eficiência de mostra, no gráfico, à medida em que se eleva a especificidade dos ativos. A especificidade dos ativos é medida pelo índice  $k$  e no eixo vertical é mostrado o custo das transações. As três curvas representam as formas de governança via mercado, contratos ou integração vertical (WILLIAMSON, 1971).

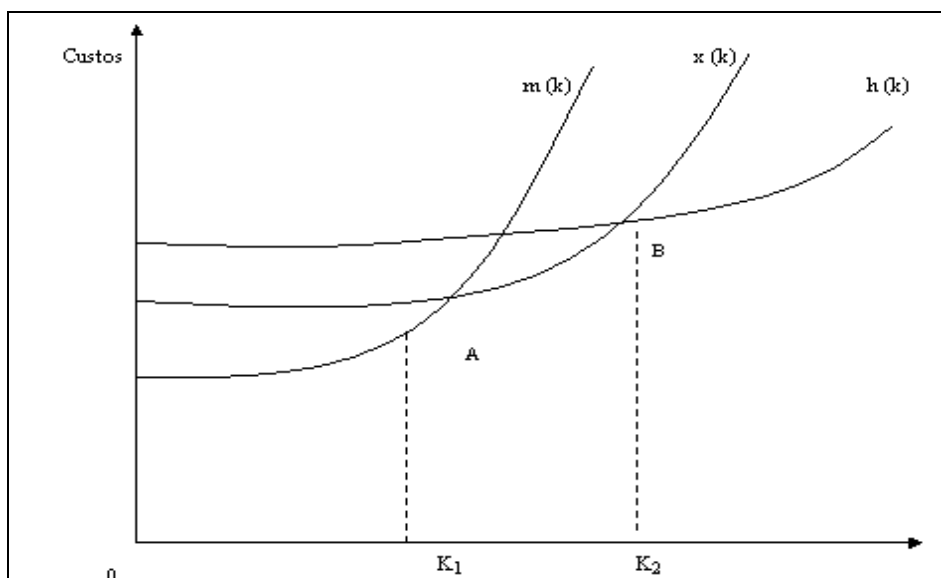


Figura 4 - Formas de governança, a partir das variações na especificidade dos ativos

Fonte: Williamson (1988)

Os ativos que possuem elevado grau de especificidade estão associados a prováveis perdas maiores, no caso de quebra de contratos, exigindo da organização uma criteriosa estruturação de salvaguardas contratuais. A governança proposta para este tipo de transação pode ocorrer via mercado, gerida pelo sistema puro de preços. Entretanto, os custos associados à quebra dos contratos seriam muito altos. Tais tipos de transação são conduzidos de forma mais eficiente internamente no caráter da firma, onde o monitoramento é intenso e a hierarquia organizacional tende a predominar (WILLIANSO, 1996, JENSEN, 2001).

Tem-se a partir daí que a governança corporativa torna-se importante para aqueles públicos que fornecem ou financiam ativos especializados para a firma, como no caso das empresas de capital aberto. Sob esta óptica, um grande número de grupos, externos a estes, com os quais a firma tem contratos, é eliminado do *status* de público relevante. De tal forma a economia dos custos de transação recomenda a busca de contratos diferenciados entre a firma e as diferentes partes. A decisão de colocar o controle corporativo à parte errada pode aumentar o risco da empresa, exigindo, então, um prêmio de risco maior e, conseqüentemente, aumentando seu custo de capital (WILLIANSO, 1996).

Sob o prisma da economia dos custos de transação, tem-se constituído um contraponto ao argumento de Porter (1992), que aconselha a participação dos *stakeholders* primários nas instâncias mais elevadas das decisões das corporações norte-americanas, como forma de ampliar a eficiência do capitalismo do mesmo. Porém, tal participação deve contemplar o risco envolvido na colocação inoportuna de contrapartes erradas (PORTER, 1992, WILLIANSO, 1996).

A segurança relativa aos contratos e aos direitos de propriedade gera incentivos para que os *stakeholders* realizem todos os tipos de transação. Este deve refletir os ganhos e custos da cooperação mútuos entre o agente e o principal, o que nem sempre se alcança facilmente porque existem distintas possibilidades de estabelecer o contato para dividir os custos benefícios. Segundo Willianson (1996), os contratos e os direitos de propriedade são problemáticos. Assim, toma-se que a unidade básica de análise é a transação, e o instrumento utilizado para dirimir quaisquer dúvidas e evitar os tribunais é a governança corporativa.

## 2.5 DIREITO DE PROPRIEDADE, CONTRATOS E INSTITUIÇÕES

A atividade produtiva de uma organização pode ser entendida como resultante de uma série de trocas de bens e serviços especializados, os quais permitem a produção de novos bens

e serviços. A complexidade desta organização, dentro de um ambiente coordenado, foi vista como uma resposta minimizadora dos custos de transação associados aos contratos. Partindo-se desse pressuposto, as transações que ocorrem na economia, em determinado aspecto, podem ser entendidas como trocas de direitos de propriedade associadas a bens ou serviços. De tal forma, não se pode negligenciar as estruturas de direito de propriedade, contratos e instituições quando se estuda o ambiente econômico das empresas.

Dentro da análise sobre a questão da propriedade, surge a busca desses direitos e a lógica da integração de distintos ativos em uma mesma firma. Para tanto, contrastam o uso de um determinado grupo de ativos por uma firma por meio de uma relação contratual, com o uso dos mesmos ativos via propriedade direta do mesmo (HART, 1995). No primeiro caso, como não é possível escrever-se um contrato capaz de prever todas as reservas pertinentes ao mesmo, separam-se então os direitos de propriedade em relação aos referidos ativos, em direitos específicos e residuais, sendo os primeiros governados pelo contrato e os segundos permanecendo em poder dos proprietários dos ativos. Como os direitos residuais podem passar a assumir importância econômica significativa, pode ser mais apropriado que os ativos estejam sobre a propriedade direta da firma que os vai utilizar do que terem seu uso apenas suportado por um contrato (HART, 1995, 2001).

As pesquisas referentes à NEI colocam a empresa como um nexo de contratos, em que as instituições caracterizam as regras do jogo em uma sociedade (NORTH, 1990, COASE, 1937). As instituições, a partir daí, tendem a moldar não apenas o desempenho da economia do ambiente, mas também as estruturas de governança, bem como o modelo de governança corporativa adotado pelas empresas. Torna-se, então, necessário compreender o desenvolvimento das instituições em um determinado ambiente para compreender os padrões de governança corporativa existentes (COASE, 1962, DEMSETZ, 1967).

Conforme foi visto, sendo a firma um nexo de contratos, aceitos por todas as partes, surge a dificuldade em monitorar e remunerar individualmente o trabalho e os ganhos obtidos. Tal monitoramento é decidido pelos agentes em si, sendo o acionista quem monitora todos os membros da organização. Como forma de melhor monitoramento, e de evitar comportamentos oportunistas, o acionista deve ter o poder de revisar os termos dos contratos individuais de cada um da organização, sem ter de alterar os demais contratos da firma. Assim, destaca-se que a propriedade da organização é definida pelos seguintes direitos (DEMSETZ, 1967, ALCHIAN; DEMSETZ, 1972, JENSEN, 2001):

- a) o acionista tem direito sobre o resultado residual da empresa;
- b) tem a prerrogativa de monitorar o comportamento dos indivíduos;

- c) toma parte central de todos os contratos da firma;
- d) tem o poder de alterar qualquer membro da gestão (em caso de ações com direito a voto);
- e) pode vender em qualquer momento seus direitos de propriedade.

No modelo moderno da empresa de capital aberto, o capital é vendido pelo acionista de uma forma mais rápida e barata, via pulverização de ações. Tal pulverização gera um novo conflito de agência, pois tem-se que a empresa possuirá um número maior de *stakeholders* com poder decisório. Para resolver este conflito, o nexos contratual da governança corporativa dá direito que seja delegada a autoridade de decisões a um gestor (ou uma gerência), ficando o mesmo comprometido com a máxima exposição das informações sobre a empresa, de forma a facilitar o monitoramento por parte dos acionistas. Esse gestor pode ser o proprietário da firma, um dos acionistas ou um executivo contratado, que passa a exercer uma ação especializada de coordenador e monitorador das ações administrativas da instituição. Surge, então, um outro conflito com as questões de como deve tal monitor ser remunerado, como deve ser estruturado o sistema de incentivos para fazer frente ao problema de monitoramento dos agentes e como deve ser monitorado o resultado deste próprio *stakeholder* (HEATH; NORMAN, 2004). Os acionistas, então, retêm para si a função de revisar o desempenho dos membros dessa gerência, bem como de atuar nas decisões estratégicas da firma. Independentemente disso, na empresa de capital aberto os acionistas têm o direito de vender a sua propriedade (ações) a qualquer momento, e sem a anuência do demais acionistas, quando sentirem um bom momento de liquidez ou não concordarem com as decisões que estão sendo tomadas pela empresa (DEMSETZ, 1967, ALCHIAN; DEMSETZ, 1972, JENSEN, 2000, 2001).

Ainda dentro da teoria dos direitos de propriedade, destaca-se que as estruturas existentes constituem uma resposta eficiente e minimizadora dos custos de transação. A teoria aí torna-se fundamental para o nexos da firma, onde a mesma tem como função auxiliar a ordenação das expectativas criadas na sociedade para lidar com outros agentes. Ou seja, em uma sociedade onde o pressuposto do comportamento maximizador individual prevalece, a definição dos direitos de propriedade permite reduzir os eventuais custos associados ao monitoramento dos agentes econômicos (DEMSETZ, 1967).

Esta necessidade de monitoramento dos agentes da firma é representada pela sobreposição de ações dos mesmos, cujos resultados intermediários são de difícil mensuração e a produtividade de um indivíduo é afetada pelas ações dos demais. Quando ocorrem dificuldades de monitoramento das equipes, surge um típico problema resultante da ação oportunista dos sujeitos, como visto anteriormente (*free-riding*). Assim, a alocação dos

direitos de propriedade sobre o produto final passa a sofrer um problema de mensuração (DEMSETZ, 1967, JENSEN, 2000).

Outra questão é a que envolve os efeitos da concentração da propriedade sobre o valor e o desempenho da organização. Essa abordagem argumenta que, caso se comprove que a concentração da propriedade ocorre como consequência de certas características das empresas, então, do ponto de vista econométrico, não seria correto afirmar que ela causaria qualquer influência sobre o desempenho corporativo. De forma técnica, argumenta-se que a estrutura de propriedade seria determinada de forma endógena por determinadas características corporativas e que, como consequência, os resultados obtidos na relação entre concentração da propriedade e desempenho corporativo seriam ilegítimos (DEMSETZ; LEHN, 1985).

A segurança relativa aos contratos e aos direitos de propriedade geram incentivos para que os *stakeholders* realizem todos os tipos de transação e deve refletir os ganhos e custos da cooperação mútua entre os indivíduos e agentes, o que nem sempre se alcança facilmente, pois existem distintas possibilidades de estabelecer o contato para dividir os custos e benefícios.

Dentro do panorama da governança corporativa, os contratos são efetivados principalmente entre a administração da empresa, os acionistas e os outros *stakeholders*, em negociações que levam ao equilíbrio ou ao desequilíbrio. Quanto mais completos forem esses contratos, e quanto maior for a transparência entre os mesmos, menor será o desequilíbrio causado por ações oportunistas entre as partes (HEATH; NORMAN, 2004).

## 2.6 TEORIA DOS *STAKEHOLDERS*

Uma das abordagens emergentes da NEI, é a teoria dos *Stakeholders*, ou teoria do público interessado, que consiste em uma maneira de entender a organização sob a visão dos agentes, abordando-a como uma entidade social, em que inúmeros indivíduos e grupos, com interesses diversos, afetam ou são afetados pela *performance* da firma. São, portanto, elementos a serem considerados na estratégia empresarial. Baseados neste modelo, os administradores têm obrigações mais abrangentes do que apenas a maximização dos lucros, suposta pela teoria econômica tradicional. Epistemologicamente, *stakeholder* origina-se do termo *stake something*, que significa “dizer que tem um direito de ter alguma coisa”, segundo Wehmeier (1993). Não se especifica a delimitação temporal desse direito, podendo se referir ao presente ou ao futuro, este último concernindo a benefícios ou custos. A partir daí, traduz-

se *holder* por “*uma pessoa que tem ou possui algo e o mantém em sua mão*”. Unindo as duas palavras para *stakeholder* de uma empresa, tal pessoa tem o direito de ter alguma coisa da organização, e tal direito não será entendido como voluntário, mas, sim, que ocorre independentemente ou não da vontade do interessado (WEHMEIER, 1993).

Um dos pontos focados pela teoria dos *stakeholders* é a importância das relações entre os gerentes e os demais *stakeholders* da organização, de forma compreender o caráter da firma na sociedade. Esta abordagem pode ser denominada normativa, instrumental ou empírico-descritiva (DONALD; PRESTON, 1995):

- a) normativa: trata da forma como os gerentes devem lidar com os demais *stakeholders* da empresa, apelando para conceitos como: direitos individuais ou de grupos, contratos sociais, direitos de propriedade ou utilitarismo, uso do valores monetários para atingir os meios; posição que os *stakeholders* têm interesses legítimos, sendo que um valor intrínseco para a empresa é o foco central da teoria, tido como verdadeiro.
- b) instrumental: tem-se a previsão do que acontecerá se os gerentes agirem em relação aos *stakeholders* de uma determinada maneira, sendo que tal atuação tenha um efeito sobre o desempenho da organização, ou seja, se certas práticas são levadas a cabo, então certos resultados serão observados; propõe-se que a empresa, ao praticar a gestão dos relacionamentos com os *stakeholders* e outros fatores permanecendo iguais, irá ter relativo sucesso nos indicadores de desempenho tradicionais, sendo eles a lucratividade, a estabilidade e o crescimento, entre outros;
- c) descritiva/empírica: trata do relacionamento entre gerentes e *stakeholders*, tendo-se verificado os conceitos que fazem parte do arcabouço teórico, analisando se os mesmos correspondem à realidade observada. A teoria apresentada explica as relações observadas no mundo externo, descrevendo a empresa como um conglomerado de cooperativos e competitivos interesses de valor inseparável.

Sobre a questão de interesse dos *stakeholders* envolvidos na organização, pode-se dizer que todos os indivíduos, e não somente os gestores, que têm uma parte nas atividades de uma organização são similares a um proprietário ou acionista em muitas situações, dentro de uma visão de que há uma multiplicidade de grupos afetados pelas operações da firma, todos eles merecedores de consideração na tomada de decisões corporativas (DONALD; PRESTON, 1995, LEA, 1999).

Os *stakeholders* são ainda considerados como indivíduos, ou grupos de interesse, que podem ser afetados pelas ações da firma e que podem afetar a firma com suas ações.

Acionistas, colaboradores, consumidores, fornecedores, meio ambiente, comunidade, concorrentes, organizações do terceiro setor e governo são genericamente reconhecidos como os tradicionais públicos que se relacionam com as organizações (MITCHELL; AGLE; WOOD, 1997, DONALD; PRESTON, 1995). O tamanho, a ordem de importância e o percentual de participação desses grupos podem variar de acordo com cada empresa e, ainda, incluir outros grupos como sindicatos, entidades de classe, mídia, bancos e outras partes interessadas que venham a afetar ou a serem afetadas pela organização analisada. Tem-se a necessidade, a partir daí, de se definir os *stakeholders*. Mitchell, Agle e Wood (1997) afirmam que se deve considerar quem e o que conta na identificação dos grupos de *stakeholders*, partindo-se de três aspectos:

- a) poder de influência sobre a organização;
- b) a legitimidade desta influência;
- c) a importância e o impacto das suas exigências sobre a organização.

Os *stakeholders*, segundo Athkinson e Waterhouse (1997), podem ser definidos ainda como primários e secundários. Os primários podem ser classificados como aqueles sem os quais a organização deixaria de existir, tais como os acionistas, os gestores, os empregados, os consumidores e os fornecedores. Existe um elevado nível de interdependência entre a corporação e os grupos de públicos relevantes primários. Já os secundários são os que possuem alguma relevância para a organização, porém em menor escala, não comprometendo, desta forma, a existência da mesma. São eles a comunidade, as organizações do terceiro setor e o governo. Cabe destacar, ainda, que a mídia é considerada um *stakeholder* secundário, pois a mesma tem capacidade de mobilizar a opinião pública a favor ou contra o desempenho corporativo. Embora a sobrevivência da organização não dependa desses grupos, eles têm potencial para provocar estragos significativos na mesma (ATHKINSON; WATERHOUSE, 1997). Ainda no termo da classificação dos *stakeholders*, Hill e Jones (1992) sugerem que todos os grupos que tenham algum interesse na organização, aliados aos consumidores, ONGs, fornecedores, governo, sindicatos e comunidade constituem os *stakeholders* externos. Os gestores, empregados acionistas, além do conselho administração da empresa constituem os *stakeholders* internos, ou seja, os que têm maior proximidade com as decisões estratégicas da organização. Por serem mais importantes para a formatação deste estudo, apresenta-se, a seguir, um quadro sobre os *stakeholders* primários, destacando a sua descrição específica, bem como a sua influência e relevância ao longo do tempo para a organização:

<b>Stakeholders Primários</b>	<b>Influência</b>
Sindicatos	Níveis gerais de emprego e de preço, comportamento dos salários, melhoria das condições de trabalho.
Concorrentes	Estimuladores da criatividade e competição.
Bancos	São um das fontes de financiamento, após os clientes.
Fornecedores	São supridores do aprovisionamento.
Clientes	<i>Stakeholder</i> de referência influencia todo ao ambiente macroeconômico.

Quadro 2 - Influência dos *stakeholders* primários na organização

Fonte: Athkinson e Waterhouse (1997)

Os sindicatos possuem influência na organização ao instar as revisões de planos, de programas ou de projetos originalmente traçados, participando nas decisões estratégicas da empresa nos níveis gerais de emprego e de preço, comportamento dos salários, melhoria das condições de trabalho e outros sinalizadores da economia. Os concorrentes são considerados os menos controláveis dos *stakeholders* primários, mas, sem dúvidas, os maiores estimuladores da criatividade. No mercado, por não se conhecerem todas as peças do jogo, a dinâmica dos negócios concorrenciais funciona como um “organismo vivo”, produzindo variáveis novas a todo instante (ATHKINSON; WATERHOUSE, 1997, MATURANA; VARELA...). Os bancos simbolizam o papel desempenhado pelo mercado financeiro e de capitais, representam a segunda fonte de capitalização do caixa da empresa, depois dos clientes. Os fornecedores absorvem o papel de supridores do aprovisionamento em geral, e, em alguns momentos, podem vir a se tornarem fonte de capitalização para a empresa. Os clientes, na condição de agentes mais poderosos de uma economia de mercado, são os que têm o mais legítimo poder de dar o ritmo e direcionar o foco das estratégias mais relevantes dos gestores. Por fim, o governo, tomado como *stakeholder* de referência, tem sua atuação mais percebida pelo setor produtivo em face de seu poder propulsor de instrumentos reguladores e facilitadores da atividade econômica (ATHKINSON; WATERHOUSE, 1997, JENSEN, 2002).

Pode-se estabelecer uma correlação entre os riscos e os benefícios envolvidos entre os *stakeholders* primários e secundários, conforme tabela a seguir (CLARKSON, 1994, DONALD; PRESTON, 1995, ATHKINSON; WATERHOUSE, 1997, JENSEN, 2002):



	<i>Stakeholders</i> primários	<i>Stakeholders</i> secundários
<b>Direitos adquiridos</b>	Direitos de propriedade. Ganhos de capital ou de melhor reputação.	Questão ética na prestação de contas. Não devem ser infringidas perdas ou liberdades.
<b>Relações financeiras</b>	Existem de forma clara e direta.	Podem existir de forma indireta.
<b>Interesse no crescimento da firma</b>	Aumento da maximização dos lucros dos acionistas. Aumento do tamanho da empresa e da receita de vendas.	Somente por meio de ganhos auferidos de forma indireta.
<b>Riscos assumidos</b>	Aferição dos lucros ou prejuízos, por meio do aumento do capital financeiro investido <i>ex-ante</i>	Os resultados da atividade da organização.
<b>Governança corporativa</b>	Interesse direto no aumento do capital da empresa, via mercado de capitais.	Interesse nas normativas de responsabilidade social e transparência nas decisões tomadas.

Quadro 3 - Relação entre *stakeholders* primários e secundários na organização

Fonte: Elaborado pelo autor (2008)

Na forma dos direitos adquiridos, os *stakeholders* primários partem dos direitos de propriedade já advindos da organização, enquanto aos secundários cabe somente não serem infringidas perdas sobre os mesmos, tais como no caso da responsabilidade ambiental da empresa com a área onde está localizada. A reputação da empresa perante a sociedade é colocada junto aos *stakeholders* primários, apesar de que, em alguns casos, como em clientes de mídia e fornecedores, esta reputação pode ser atribuída também aos *stakeholders* secundários. As relações financeiras com os *stakeholders* primários se dão por intermédio da distribuição dos lucros, enquanto com os secundários, com os benefícios que a organização pode trazer de forma indireta, como a valorização da área ao redor do local onde a empresa se encontra, no que concerne à comunidade próxima (DONALD; PRESTON, 1995, ATHKINSON; WATERHOUSE, 1997). O interesse no crescimento da firma pode ser atribuído tanto a uma maior maximização dos lucros quanto ao aumento da receita de vendas, sabendo-se que este último causa maior satisfação ao *stakeholder* principal (BAUMOL, 1966). Para o *stakeholder* secundário, tal crescimento só pode ser aferido de forma indireta, porém igualmente interessante para ele, como no exemplo do aumento na taxa de empregos diretos e indiretos proporcionado pela expansão da firma. Os riscos assumidos pelos

*stakeholders* primários dão-se na forma do capital investido, ao passo que os do secundário somente com o resultado real da empresa. Um exemplo é quando uma cidade prepara sua infra-estrutura para uma grande fábrica e esta, depois de algum tempo de funcionamento, vai embora, deixando os passivos ambientais referentes, taxa de desemprego e capacidade ociosa em logística. Clarkson (1995) expõe ainda uma classificação dos *stakeholders* baseada nos riscos envolvidos. Assim, *stakeholders* voluntário é aquele que investiu alguma forma de valor, humano ou financeiro na empresa, e incorre aí no risco da perda. O *stakeholders* involuntário é aquele que está sujeito a algum risco mediante alguma resolução da empresa. No aspecto da governança corporativa, o interesse dos *stakeholders* primários pode ser dividido. Por parte dos controladores e gestores, o interesse dá-se via aumento de capital no mercado financeiro, por meio do bom desempenho das ações da empresa. De parte dos acionistas, o interesse fica por parte também do aumento de lucratividade das ações e da transparência gerada pelas boas práticas de governança, o que sugere mais segurança no investimento. Para os *stakeholders* secundários, o importante é a transparência nas tomadas de decisões, bem como a implantação de todos os quesitos de responsabilidade social, advindos das boas práticas de governança corporativa.

Quanto à gestão estratégica dos *stakeholders*, pode-se considerar que para uma estratégia ser sustentável, ela deve considerar os interesses e as expectativas das partes interessadas, ou seja, os *stakeholders*, o que, obviamente, garantirá o compromisso com os planos e ações de implementação, contribuindo, por sua vez, para maior eficácia e sinergia no alcance dos resultados (CLARKSON, 1994). Alcançar o equilíbrio entre os interesses, em grande parte das vezes divergentes, é um grande desafio para o gestor da organização. A gestão estratégica dos *stakeholders*, em relação aos resultados empresariais, está no relacionamento em que os vários agentes econômicos mantêm, sendo que a qualidade deste relacionamento torna-se fundamental para o desempenho da organização. A governança corporativa contribui para o fato de tais relacionamentos, entre os *stakeholders* primários e secundários, tornarem-se mais transparentes (CLARKSON, 1994, HEATH; NORMAN, 2004).

A gestão estratégica das organizações depende da habilidade dos seus administradores de criar riqueza, aumento de receitas, valor ou satisfação suficiente para aqueles que pertencem a cada grupo dos *stakeholders* primários. O fracasso em reter a participação de públicos relevantes primários resultará no fracasso do sistema corporativo, haja vista que estes são, como *stakeholders* internos, os que possuem maior influência sob as decisões estratégicas da organização (HILL; JONES, 1992, CLARKSON, 1994). A teoria da firma mostra que as principais teses desenvolvidas ressaltam que são os proprietários (principais ou acionistas)

que devem ter o direito sobre os resíduos (lucros) e na tomada de decisões na empresa (uma das premissas presentes na governança corporativa é que todas as ações tenham direito a voto). Assim, a gestão estratégica dos *stakeholders* deve levar em conta o direito residual dos acionistas, sob a argumentação tradicional que afirma que, como os acionistas são os *stakeholders* que carregam mais risco e menos direitos legais em relação à organização, é em favor deles que as decisões, prioritariamente, devem ser tomadas. Diante deste aspecto, todos os *stakeholders* primários da organização têm contratos explícitos ou implícitos que lhes permitem saber de antemão quanto e quando serão remunerados (conforme os direitos de propriedade prescritos para cada um), exceto os acionistas. Com relação à ordem hierárquica para distribuição dos dividendos, o risco do acionista é sempre maior, pois ele somente receberá remuneração se todos os demais públicos de interesse forem antes remunerados. No caso dos *stakeholders* secundários, o não-recebimento de remuneração periódica por serviços prestados dá-lhes o direito de acionar judicialmente a empresa, podendo levá-la à falência, novamente com exceção apenas dos acionistas e proprietários. De tal forma, cabe aos executivos tomar decisões no melhor interesse dos acionistas, mas não procurar equilibrar interesses em favor de todos os públicos envolvidos com a empresa. É possível destacar, ainda, que, ao maximizar o valor para o acionista, todo valor da empresa é maximizado. Esta estratégia favoreceria todos os *stakeholders* que tivessem interesse no sucesso de longo prazo da empresa, ao maximizar sua possibilidade de crescimento no longo prazo (DEMSETZ, 1967, JENSEN; MECKLING, 1976, DONALD; PRESTON, 1995).

Como uma crítica, a teoria dos *stakeholders* relaciona-se à sua dificuldade de implementação. Conforme Freeman (1998), uma dificuldade destacada é a de identificar a importância dos *stakeholders* (principalmente os primários), ou seja, qual o seu grau de relevância para a organização, quais os seus objetivos e como é possível conciliá-los para uma gestão baseada no *stakeholder* ser bem-sucedida. Outro aspecto é medir o grau de interesse dos *stakeholders* no desempenho da organização, como, por exemplo, nos casos aqui citados de acionistas/fornecedores e da mídia. Na falta de um critério justo para as decisões, a dificuldade em atender a todos os diferentes interesses dos grupos envolvidos levará, certamente, a uma situação de conflito, voltando a uma situação parecida com o conflito da agência dos gestores (JENSEN, 2001).

Apesar de, normativamente, ser atestado que os gestores têm o encargo de administrar a empresa com base no equilíbrio das relações, não há garantias de que isto ocorra. Para que qualquer desconfiança acerca de ações oportunistas por parte dos executivos à custa de outros *stakeholders* não ocorra, é necessário que a alta administração adote estratégias de governança

corporativa e políticas que mantenham um adequado balanço entre os interesses de diferentes grupos, eliminando, assim, possíveis conflitos de agência (WILLIANSO, 1988, JENSEN, 2001). As políticas devem reconhecer, então, que há um valor intrínseco de cada *stakeholder* (primário ou secundário) para a empresa e sua gestão, por meio de um modelo que tenha suporte conceitual, constituindo-se em uma vantagem competitiva que possa maximizar a riqueza da mesma.

A NEI explica, em todo seu contexto, as razões e motivos que levam as organizações a optar pela implantação da governança corporativa. Os conflitos observados tornam-se, no modo de governança, passíveis de serem resolvidos, porém acarretando processos e custos que a médio e longo prazos tornam-se passivos relevantes à empresa. Abaixo segue um quadro de explicativo sobre as principais teorias utilizadas neste trabalho, no que refere-se a Nova Economia Institucional. Os objetivos determinantes de usar a mesma para esta pesquisa foram o de determinar quais os fatores que levam as empresas a optarem pela Governança Corporativa.

<b>TÉCNICA</b>	<b>IMPORTÂNCIA PARA A PESQUISA</b>	<b>AUTORES</b>
<b><u>Nova Economia Institucional</u></b>		
Teoria da Agência	Determinar a questão do conflito entre o proprietário (ou acionista majoritário) e os demais acionistas da firma.	Jensen (2000,2001); Sheleifer e Vishny (1997); Berle e Means (1932)
Teoria da Firma	Explicar e prever as tomadas de decisão da empresa, no quesito da implantação da governança corporativa. Analisar conjuntamente alguns aspectos comportamentais no quesito da tomada de decisão.	Coase (1932); Jensen (2001); Sheleifer e Vishny (1997); Baumol (1966); Prahalad e Hamel (1979/1995); Simon (1961); Demsetz (1967); Willianson (1995); Morck e Steier (2005) Akerlof, 1970, Macho-Stradler; Pérez-Castrillo, 1997
Teoria dos Custos de Transação	Determinar a relação de custos da empresa envolvidos com o processo da governança corporativa.	Willianson (1973,1985,1991,1996,2002); Fiani (2002); Besanko, Dranove e Shanley (2000); Simon (1991); Zysman (1994); Porter (1992)
Direito de Propriedade, Contratos e Instituições	Explicar a questão relativa a institucionalidade dos contratos, propriedades e direitos dos acionistas na firma.	Coase (1937); Demsetz (1967); Alchian e Demsetz (1972); North (1990); Hart (1995,2001); Heath e Norman (2004);
Teoria dos <i>Stakeholders</i>	Especificar quem são os principais agentes envolvidos no processo de governança corporativa e determinar a sua relação.	Jensen (2000,2001); Heath e Norman (2004); Lea (1999); Donald e Preston (1995); Mitchel, Agel e Wood (1997); Clarkson (1994); Hill e Jones (1992); Willianson (1988)

Quadro 4 - Variáveis de estudo da NEI e sua importância para a opção das empresas pela governança corporativa

Fonte: autor (2008)

### 3 GOVERNANÇA CORPORATIVA

*“A governança corporativa trata da justiça, da transparência e da responsabilidade das empresas no trato de questões que envolvem os interesses do negócio e os da sociedade como um todo”*  
(WILLIANSO, 1996).

*“A governança corporativa é o campo da administração que trata do conjunto de relações entre a direção das empresas, seus conselhos de administração, seus acionistas e outras partes interessadas. Ela estabelece os caminhos pelos quais os supridores de capital das corporações são assegurados do retorno de seus investimentos”*  
(SHLEIFER; VISHNY, 1997).

Este capítulo apresenta uma revisão bibliográfica sobre a definição e os objetivos, dimensões, elementos de medição e panorama da governança corporativa. Adotando essa disposição, o capítulo mostra quais os critérios para a análise da importância da governança corporativa no desempenho econômico de uma empresa. De tal forma, tais fundamentos, após analisados, serão a base para o melhor entendimento dos questionários respondidos pelos *stakeholders*, propostos no método de pesquisa.

#### 3.1 DEFINIÇÃO E OBJETIVO

Existem diversas definições para governança corporativa. A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) define-a como “um conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma empresa ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital”. Mais próximo às propostas da NE I, está a definição de Rabelo e Silveira (1999), ao destacar que a governança corporativa seria

originária da teoria da firma como umnexo de contratos, em que o objetivo desta seria minimizar os custos de agência, atuando em paralelo com um sistema de governança contratual que minimizasse os custos de transação. No que tange ao desígnio de governança corporativa, Hart (1995) cita duas pré-condições básicas para que a mesma tenha razão de ser aplicada:

- a) conflitos de interesses ou problemas de agência, envolvendo os *stakeholders* da empresa;
- b) presença de contratos incompletos, devido à existência de custos de transação.

Grande parte dos autores estudados concorda, porém, que o objetivo da governança corporativa é colaborar para que a gestão da empresa alcance níveis internacionais em transparência, *accountability* e equidade. Quanto mais profunda for a inserção dessas três linhas-mestras na cultura, na organização e nas estratégias da empresa, tanto mais será elevado o grau de conformidade das empresas com o instrumento (HART, 1995, WILLIANSO, 1996, SHLEIFER; VISHNY, 1997, SHLEIFER; LOPEZ-DE-SILANES; VISHNY, 2000, KLAPPER; LOVE, 2002, DENNIS; McCONNELL, 2003, HIMMELBERG, 2003, LA PORTA; LEAL, 2004).

Em casos mais atuais, e principalmente no Brasil, as práticas de governança corporativa estão correlacionadas ao bom desempenho principalmente nos IPOs<sup>3</sup> de empresas no mercado de capitais. É adotado pelo empresariado brasileiro o conceito exposto por Shleifer e Vishny (1997) de que empresas que adotam as regras de governança corporativa conseguem captar recursos externos (não-bancários) a custos menores, pois o investidor espera obter retorno sobre o capital investido, e os mecanismos de governança corporativa geram uma maior segurança referente a isto.

Este capítulo objetiva apresentar, em primeiro lugar, as principais formas de governança corporativa no Brasil e no mundo, com seus respectivos desdobramentos. Em seguida, são apresentadas as definições de medição dos aspectos financeiros e de governança corporativa, a serem utilizados no trabalho.

---

<sup>3</sup> IPO - Oferta Pública Inicial (*Initial Public Offering*). Primeiro lançamento de ações ao público realizado por uma empresa no mercado de capitais (BOVESPA, 2007).

### 3.2 DIMENSÕES DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NO MUNDO

O debate sobre gestão e governança corporativa tem se intensificado e adquirido maior importância mundial a partir da década de 1990. Essa intensificação deve-se, principalmente, a mudanças como a abertura de mercado provinda da globalização, à maior dificuldade de obtenção de financiamento e ao aumento da competitividade, que trouxeram a necessidade de as empresas começarem a acessar novamente o mercado de capitais. As discussões sobre o tema aumentaram de forma considerável a partir de 2002, com os problemas de governança corporativa ocorridos no mercado de capitais norte-americano, o mais moderno do mundo e tido, até então, como exemplo de modelo de governança para todos os demais mercados, sobretudo os de países emergentes, como o brasileiro. Sucederam-se escândalos como os da Enron, Worldcom, Arthur Andersen e Xerox, entre outros, que foram acusadas de fraudes contábeis, envolvendo principalmente adulteração de balanços patrimoniais, *insider trading*<sup>4</sup> e evasão fiscal.

No mercado financeiro europeu também se destacaram os estudos em governança corporativa, sobretudo após o escândalo da Parmalat, e, antes, com o caso da Royal Ahold. Além da pressão dos acionistas por resultados de curto prazo, os problemas de governança podem ter raízes mais profundas, conforme demonstraram os casos ora mencionados (KALER, 2004). Problemas de governança em empresas de tamanho porte têm chamado inclusive a atenção do setor governamental (considerado um *stakeholder* secundário), em virtude da lacuna de desemprego e agravamento social que pode surgir no curto prazo. Como exemplo, cita-se o momento da abrupta queda das ações da Parmalat, em 2003, que respondia por 0,8% do PIB italiano<sup>5</sup> (BLOOMBERG, 2007).

Apesar de os fatores serem muito próximos, há uma diferença clara entre os sistemas de governança corporativa brasileiro, americano e europeu. O quadro a seguir mostra as principais características desses sistemas de governança corporativa, fazendo uma distinção entre o alemão e o italiano, no caso europeu, e considerando o modelo americano bastante próximo ao inglês:

---

<sup>4</sup> Refere-se à negociação de valores mobiliários das companhias por gestores com informação privilegiada (BOVESPA, 2007).

<sup>5</sup> Foi verificado, na época, um rombo na companhia de 10 bilhões de euros (valores atualizados) (Bloomberg).

	<b>EUA/Inglaterra</b>	<b>Alemanha</b>	<b>Itália</b>	<b>Brasil</b>
<b>Tipos de sistema</b>	Controle externo	Controle interno	Controle interno	Controle interno
<b>Forma de alavancagem de recursos</b>	<i>Equity</i>	Débito	Débito	Débito
<b>Foco de governança</b>	Mercado de capitais	Corporações	Família	Acionista principal
<b>Controle acionário</b>	Disperso	Concentrado (Bancos)	Família	Um ou poucos controladores
<b>Propriedade e gestão</b>	Separação	Sobreposição	Sobreposição	Sobreposição
<b>Liquidez no mercado de capitais</b>	Alta	Baixa	Baixa	Média
<b>Frequência de negociação dos direitos de propriedade e controle</b>	Alta	Baixa	Baixa	Baixa
<b>Leis de proteção aos acionistas minoritários</b>	Fortes	Fracas	Fracas	Fracas

Quadro 5 - Características dos sistemas de governança corporativa

Fonte: De Paula (2003), adaptado.

A consultoria McKinsey (2000) realizou um estudo sobre a percepção do mercado de investidores na Ásia, na América Latina, nos Estados Unidos e na Europa sobre a opção de compra em empresas que possuem governança corporativa. O estudo focou em saber se tais investidores estariam dispostos a pagar mais por empresas com boas práticas de governança e qual seria esse valor adicional. Os resultados apontaram que aproximadamente 80% dos entrevistados optariam em pagar valores maiores por empresa com boas práticas de governança, sobretudo no que tange a investimentos de longo prazo. O segundo resultado foi que 75% dos entrevistados consideram a governança corporativa nas empresas tão importante quanto seu desempenho econômico atual. Na América Latina, o resultado ficou em torno de 50%, relativo aos investidores que acreditam que a governança corporativa influencia sua opção de compra tanto quanto o desempenho econômico atual. O valor pago adicionalmente por empresa com boas práticas de governança ficam em torno de 18 a 20%, apontando que a melhora nas práticas de governança está relacionada a um aumento significativo no valor da ação da empresa. A seguir, apresenta-se um gráfico com o descritivo demonstrando o prêmio médio percentual relativo que os investidores de cada país se dispõem a pagar por uma empresa com bons padrões de governança corporativa:



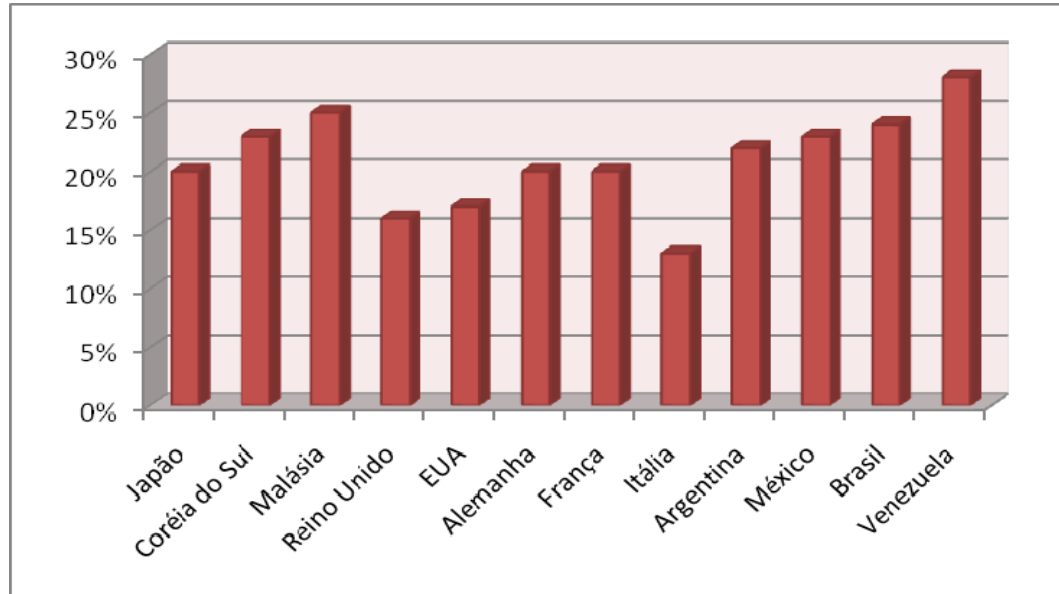


Figura 5 - Disposição de investimento em empresas com governança corporativa

Fonte: McKinsey e Company (2000).

O problema da governança corporativa americana e anglo-saxônica difere em um ponto básico em relação à brasileira. A primeira caracteriza-se pelo ambiente econômico e a proteção ao investidor, que fazem com que a estrutura de propriedade das empresas norte-americanas seja muito distinta da estrutura de propriedade das empresas no Brasil. A maioria das grandes empresas abertas norte-americanas é caracterizada por uma estrutura de capital pulverizada, com muitos acionistas, em que existe uma separação clara entre propriedade e controle, isto é, entre quem é acionista e quem é gestor. No caso brasileiro, a situação é diferente, pois as empresas abertas têm uma estrutura de propriedade bastante concentrada, com a presença marcante de um acionista-controlador (em grande parte dos casos o fundador ou descendente direto), que via de regra atua como gestor da empresa ou indica uma pessoa da sua confiança para exercer tal função (DE PAULA, 2003, HIMMELBERG, 2003). Existe, portanto, no caso da governança corporativa brasileira, uma maior sobreposição entre propriedade e controle.

Não existem trabalhos conclusivos hoje sobre os critérios para a avaliação de um *ranking* de governança corporativa. Porém, grande parte da literatura utiliza os princípios listados a seguir, que serão mais detalhados em um subcapítulo posterior (WILLIANSO, 1996, SHLEIFER; VISHNY, 1997, LA PORTA; SHLEIFER; LOPEZ-DE-SILANES; VISHNY, 2000, LA PORTA; SHLEIFER; LOPEZ-DE-SILANES; VISHNY, 2000, KLAPPER; LOVE, 2002, DENNIS; McCONNELL, 2003, HIMMELBERG, 2003, LEAL, 2004):

- a) proteção aos acionistas minoritários;
- b) qualidade do conselho de administração;
- c) estrutura de propriedade ou capital;
- d) transparência e igualdade de direitos entre acionistas majoritários e minoritários.

Normalmente, para a elaboração desses *rankings*, são entrevistados especialistas no assunto, sendo que os mesmos atribuem notas para cada um dos tópicos. A seguir apresenta-se um *ranking* global feito em 2007 pela IR Global Rankings, onde as empresas foram avaliadas por especialistas do J.P. Morgan, KPMG, Link Laters e MZ Consults (IR GLOBAL RANKINGS, 2007).

<b>EUA</b>	<b>Europa</b>	<b>América Latina</b>	<b>Ásia/África/Oceania</b>
GE	Bayer	Petrobras	Ancor Limited
BMO Financial	BASF	Unibanco	Infosys Technologies
Legget & Platt	adidas	Net Servicos	Kookmin Bank
Kellogg	TietoEnator	Banco Bradesco	Naspers
BCE Inc.	Hannover Re	Banco Itaú	Telkom
PotashCorp	Banco BPI	GOL	Impala Platinum Holdings
Yum! Brands	UBS	Ultrapar	Sappi
FedEx	Novartis	Braskem	Harmony Gold
Nexen	Heidelberger	Aracruz Celulose	Nedbank Group
Avaya Inc.	Deutsche Post World Net	CSN	Satyam Computer Services
Corporacion GEO	RWE	CPFL Energia	BlueScope Steel
The Thomson Corporation	TDC	CBD - Pão de Açúcar	Global Sources
Netflix	Royal Bank of Scotland	Gerdau	Reunert
Zimmer Holdings	Telekom Austria	ALL	Keppel Land
TELUS Corporation	Statoil	TAM	Semiconductor Manufacturing Inter.
Edison International	Yara International	Usiminas	Liberty Group
Cognos Incorporated	Diageo	Credicorp	Orascom Construction Industries
The Procter & Gamble	Siemens	Enersis	Grasim Industries
Symantec	Deutsche Telekom	Banco Santander Santiago	Pearl Asian Mining Industries
Limited Brands	Telefonaktiebolaget Ericsson	Perdigão	

Quadro 6 - *Ranking* das empresas com melhores práticas de governança corporativa por continente em 2007

Fonte: IR Global Rankings (2007)

### 3.3 GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL

Desde a década de 1980, assim como em outras partes do mundo, a governança corporativa tem sido um tema de extenso debate no Brasil. A nova Lei das S.As., o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), a Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), a Comissão de Valores Mobiliários e o Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) buscam, desde então, fornecer mecanismos e incentivos que favoreçam a adoção dessas práticas pelas empresas, beneficiando, assim, os investidores por meio de maior transparência, ética, igualdade de direitos entre acionistas majoritários e minoritários, os *stakeholders* e o mercado, entre outros.

O mercado brasileiro é caracterizado pelo financiamento de curto prazo, sendo deficiente na habilidade de captar recursos com prazos mais longos. Assim, relaciona-se a preferência dos investidores brasileiros pelo curto prazo com a baixa confiabilidade da economia após décadas de grande volatilidade e incertezas, as quais dificultaram de tal forma o desenvolvimento do mercado de capitais no País. Desse modo, segundo Teixeira (2005), o mercado brasileiro possui uma memória inflacionária, o que leva grande parte dos investidores a optar por ativos de maior liquidez no curto prazo. Torna-se esta uma das principais características de o mercado de capitais nacional ainda ser pequeno e restrito, comparado a outros países.

Diferentemente dos Estados Unidos, do Reino Unido e de outras nações desenvolvidas, o Brasil não tem no mercado acionário a sua maior fonte para fornecimento de capital às empresas. O mercado brasileiro é ainda considerado incipiente, em comparação ao internacional. O custo para o empresário brasileiro obter capital acionário ainda é alto, comparado com padrões de outros países. Apesar destes fatores, o Índice BOVESPA vem atingindo sucessivos recordes, e há uma maior popularização do investimento em ações no Brasil hoje em dia. Porém, o mercado de capitais nacional ainda encontra-se em nível embrionário, comparado a outras nações do mesmo porte (DE PAULA, 2003, TEIXEIRA, 2005).

O conflito de agência entre os *stakeholders* com poder de decisão dentro das empresas é um dos principais fatores de preocupação da governança corporativa no País. Um dos principais fatores é a possibilidade de expropriação de riqueza dos acionistas minoritários, principalmente em ambientes legais que proporcionam um menor grau de proteção aos mesmos. No Brasil, a legislação possibilita a emissão de ações com direitos diferenciados em relação ao voto, mesmo a empresa possuindo governança corporativa (apenas nas empresas inseridas no novo mercado é

exigido que o capital social da empresa seja composto somente por ações ordinárias). Tal fato possibilita a captação de recursos por meio da emissão de ações sem a correspondente diluição do poder de voto na empresa, o que tem sido explorado em nosso mercado (LA PORTA *et al.*, 1998, SAITO, 2001, PROCIANOY, 1996, 2001).

Dentro desta característica de centralização, Leal e Valadares (2002) apontam que uma característica do modelo de governança corporativa no Brasil é o elevado índice de ações em direito a voto (preferenciais), atuando como o principal mecanismo de controle nas empresas. Este fator permite aos acionistas majoritários manterem o controle com uma participação menor no capital da empresa e, conseqüentemente, aumentar o incentivo da expropriação da riqueza dos pequenos investidores. Tal fato permite também aos acionistas majoritários indicarem a maior parte do conselho de administração, reduzindo a possibilidade de uma postura independente dos conselheiros, necessária ao cumprimento de suas atribuições.

Uma dos motivos apontados para o baixo desenvolvimento do mercado de capitais nacional pode ser atribuído aos tipos e às proporções de ações comercializadas, caracterizadas como ações ordinárias e ações preferenciais. Nas ordinárias, que garantem direito a voto, concomitantemente garantem os direitos dos acionistas. No caso das preferenciais, é garantida a preferência na distribuição dos dividendos e na devolução do capital em caso de dissolução da empresa (RABELO; SILVEIRA, 1999). Antes do atributo do novo mercado, e da real inserção das empresas na governança corporativa, eram emitidas grande quantidade de ações preferenciais e poucas ordinárias, facilitando a concentração da propriedade em poucos acionistas. Mesmo após este movimento, é observado que o controle das empresas no Brasil ainda fica com um – ou poucos – acionistas minoritários, de tal modo que as decisões se formam de maneira absoluta em torno dos mesmos (TEIXEIRA, 2005).

De posse destas informações, coloca-se que o paradigma de Berle e Means (1932), já citado, é uma exceção restrita à Inglaterra e aos Estados Unidos. Na maioria dos países, sobremaneira os de economia menos madura, o modelo que predomina é o de um acionista majoritário que detém o controle da empresa e aponta seus administradores. Segundo os indicadores da BOVESPA (2007) sobre empresas inseridas no novo mercado, este é o modelo predominante no Brasil hoje em dia. Dessa forma, um dos aspectos da governança corporativa no Brasil passa a ser o de representar a adoção de medidas que protejam os minoritários das ações dos controladores (BERLE; MEANS, 1932, SHLEIFER; VISHNY, 1997, LA PORTA; SHLEIFER; LOPEZ-DE-SILANES; VISHNY, 2000). Em uma perspectiva mais macroeconômica, La Porta *et al.* (2000) utilizaram uma amostra de 371 empresas de 27 países com economias pujantes em torno do mundo. Encontraram evidências de maior valoração das

ações das empresas cujos países tinham melhor sistema de proteção aos acionistas minoritários, e menores indícios de expropriação dos grupos de acionistas controladores sobre os minoritários. Os autores deixam evidenciado que as boas práticas de governança corporativa e o valor das ações estão correlacionados.

De forma a expandir o mercado acionário brasileiro, criando melhores condições e custos para as empresas abrirem seu capital, e, da mesma forma, proteger os investidores com normativas e índices de transparência, foram criadas alterações legislativas que redundaram na Nova Lei das Sociedades Anônimas (S.As.), o Novo Código Civil (NCC) e a Lei de Recuperação de Empresas, bem como os códigos de governança corporativa do IBCG e da CVM e dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da BOVESPA. Como incentivo à adoção de boas práticas de governança corporativa pelas empresas, foi definido pelo BNDES que as práticas de boa governança corporativa são um dos requisitos preferenciais para a concessão de financiamentos, formalizado no seu “Programa de Incentivo à Adoção de Práticas de Governança Corporativa”.

Com o propósito de valorizar as empresas que estavam instituindo as boas práticas de governança corporativa, bem como incentivar as que estavam estudando abrir seu capital, a BOVESPA, criou, em 2000, segmentos de listagem voltados às empresas que satisfazem os conjuntos prescritos nessas boas práticas. Os principais tópicos a serem destacados deste segmento são proporcionar um maior interesse aos investidores, atrair maior número de investidores, possibilitar que as empresas tenham maior visibilidade e valorização no mercado, tendo como consequência o fortalecimento do mercado de capitais. Além desses, os analistas de mercado concordam que empresas com boas práticas de governança corporativa inibem a entrada de capital especulativo na Bolsa de Valores (BOVESPA, 2007). A partir da criação desses segmentos, foram criadas condições para a implementação do Índice de Governança Corporativa (IGC), em setembro de 2001, composto somente por empresas que fazem parte desses segmentos. Tais segmentos são denominados Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (nível 1 e nível 2) e de Novo Mercado. O caráter principal desses segmentos é que proporcionam maior direito aos acionistas e maior qualidade das informações prestadas, de forma a ocorrer uma redução das incertezas e do risco. Com menores riscos, as ações passam a ser mais negociadas, o que ocorre em função dos investidores, de uma forma geral, procurarem minimizar o risco associado aos papéis em que investem, para um dado retorno (MARTINS, 2001, SILVEIRA; BARROS; FAMÁ, 2003). A seguir, apresenta-se um quadro referente aos padrões de diferenciação dos seguimentos citados:

	<b>NOVO MERCADO</b>	<b>NÍVEL 2</b>	<b>NÍVEL 1</b>	<b>TRADICIONAL</b>
<b>Percentual Mínimo de Ações em Circulação (<i>free float</i>)</b>	No mínimo 25% de <i>free float</i>	No mínimo 25% de <i>free float</i>	No mínimo 25% de <i>free float</i>	Não há regra
<b>Características das Ações Emitidas</b>	Permite a existência somente de ações ON	Permite a existência de ações ON e PN (com direitos adicionais)	Permite a existência de ações ON e PN	Permite a existência de ações ON e PN
<b>Conselho de Administração</b>	Mínimo de cinco membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes	Mínimo de cinco membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes	Mínimo de três membros (conforme legislação)	Mínimo de três membros (conforme legislação)
<b>Demonstrações Financeiras Anuais em Padrão Internacional</b>	US GAAP ou IFRS	US GAAP ou IFRS	Facultativo	Facultativo
<b>Concessão de <i>Tag Along</i></b>	100% para ações ON	100% para ações ON 80% para ações PN	80% para ações ON (conforme legislação)	80% para ações ON (conforme legislação)
<b>Adoção da Câmara de Arbitragem do Mercado</b>	Obrigatório	Obrigatório	Facultativo	Facultativo

Quadro 7 - Normativas BOVESPA a empresa inseridas no quadro de Governança Corporativa

Fonte: BOVESPA (2007), adaptado

Conforme visto anteriormente, as boas práticas de governança corporativa geram uma melhor captação de recursos no mercado de capitais. Porém, as mesmas se correlacionam com pesados custos e perda de velocidade nas tomadas de decisões estratégicas na empresa. Torna-se importante então medir não apenas o desempenho de mercado das mesmas, mas também seu crescimento, por meio de seu desempenho financeiro.

### 3.4 ELEMENTOS DE MEDIÇÃO DE DESEMPENHO FINANCEIRO

Vários métodos podem ser usados para calcular o valor ideal de uma empresa, seja em conjunto ou separadamente. Porém, nenhum método isolado pode ser considerado perfeito. Entretanto, existem métodos de avaliação mais consistentes que – de acordo com as premissas implícitas de avaliação – se revelam tecnicamente mais adequados em relação às circunstâncias de avaliação e à qualidade das informações disponíveis.

### 3.4.1 Métodos de desempenho financeiro

Tem-se que o desempenho financeiro traduz, com base nos resultados contábeis da empresa, o resultado financeiro que a mesma teve em determinado período (COPELAND; WESTON, 1998). De tal forma, este estudo irá abordar seis dos principais métodos utilizados para determinar o valor de uma empresa ou ação, com base na literatura específica sobre o assunto. É importante comentar que os métodos apresentados neste trabalho são os usualmente mais utilizados em análises e avaliações de empresas no Brasil (MARTINS, 2001, ASSAF NETO, 2003). Tais métodos também não são substitutos uns dos outros, mas tem como objetivo se autocomplementar (conforme citado), pois cada um deles atende a determinados objetivos. Os métodos que serão abordados e discutidos foram separados por grupos, conforme relacionados a seguir:

MÉTODO	DESCRIÇÃO	AUTORES
Fluxo de Caixa Descontado	<b>Método de avaliação de um investimento por meio da estimativa do valor presente de fluxos de caixa futuros.</b>	Rice (1988), Copeland, Weston, 1998); White, Sandhy, Fried (1998); Damodaran, (1999); Copeland, Koller, Murrin (2002)
Valor Contábil	<b>Este método baseia-se nos números contábeis da empresa, por meio do qual apura-se que o valor da firma é o valor do seu patrimônio líquido, conforme ao que fora extraído das demonstrações financeiras.</b>	Damodaran, (1999, 2001, 2002); Martins (2001);
Índice Preço/lucro (LPA)	<b>Múltiplo encontrado por meio da divisão do preço da ação pelo lucro da mesma, gerado no período.</b>	White, Sandhy, Fried (1998); Martins (2001)
EV/EBITDA	<b>Múltiplo empresarial do valor de uma empresa (EV: <i>empresarial value</i>) e seu EBITDA. Analisa a empresa como se num processo de compra da mesma, tendo foco nas exigibilidades da empresa.</b>	Martins (1997, 2001); Copeland, Koller, Murrin (2002); Damodaran, (2002)
Taxa de Dividendos	<b>Valor encontrado por meio da divisão do montante dos dividendos declarados pelo preço cotado da ação no mercado</b>	Rice (1988); Damodaran, (1999)

Quadro 8 - Elementos de medição de desempenho financeiro

Fonte: Elaborado pelo autor (2008)

#### 3.4.1.1 Fluxo de caixa descontado

O fluxo de caixa descontado é o método mais utilizado para a avaliação de empresas no mundo todo. Considera-se, portanto, que consegue dispor de forma clara e simples a efetiva capacidade de geração de riqueza de uma empresa, sendo de extrema valia, principalmente para empresas em processos de fusões e aquisições, bem como avaliações de empresas no mercado de capitais (COPELAND; WESTON, 1998).

O método dispõe da posição de que o negócio pode ser projetado em função dos seus benefícios futuros, ou seja, de sua capacidade de geração de riqueza no médio e longo prazos, mantido o grau de risco de seus ativos operacionais. A visualização do resultado do fluxo de caixa descontado propõe, em essência, projetar fluxos de caixa futuros, descontados por uma taxa que reflita o risco associado ao negócio (COPELAND; KOLLER; MURRIN, 2002).

Pelo fato de se trabalhar com variáveis futuras, observam-se quatro variáveis em específico para a determinação do fluxo de caixa descontado: o fluxo de caixa operacional, o período de projeção deste fluxo, a taxa de desconto, o valor econômico e o valor residual.

##### 3.4.1.1.1 Fluxo de caixa livre

O fluxo de caixa livre é, resumidamente, o fluxo de caixa operacional e efetivo da empresa. É a partir deste que todos os *stakeholders* da empresa conseguem visualizar o fluxo de caixa total após o pagamento de impostos, excluindo-se as dívidas.

Para se efetuar o cálculo do fluxo de caixa operacional, prevê-se o volume de caixa a receber menos o que deve ser pago no período, tornando-se, na realidade, a elaboração do orçamento de caixa (DAMONDARAN, 1997). Então, para o cálculo do fluxo de caixa livre, não se levam em consideração as operações da empresa em questão de financiamentos, direcionando-se o enfoque sobre o resultado financeiro dos ativos após o pagamento dos impostos. Extrai-se, então, da contabilidade da empresa os investimentos necessários de cada período para a continuidade das operações, sendo o resultado final o fluxo de caixa livre (DAMONDARAN, 1997, COPELAND; KOLLER; MURRIN, 2000).



#### 3.4.1.1.2 Fluxo de caixa livre operacional

Todos os ativos da empresa valem o quanto ela consegue gerar como caixa futuro. É encontrado no fluxo de caixa operacional da empresa o melhor indicador de capacidade de geração de riqueza da empresa, com clara evidência da eficiência de determinado negócio. É nesse momento que se visualiza que o fluxo de caixa supera as dificuldades inerentes ao lucro contábil, retratando fielmente o potencial da empresa, inclusive seu *Goodwill*<sup>6</sup> (DAMONDARAN, 1997, COPELAND; WESTON, 1998).

#### 3.4.1.1.3 Período de projeção

O fluxo de caixa da empresa deve ser projetado visando a um período futuro pre-determinado durante o qual se consegue prever - com razoável confiança - o comportamento das principais variáveis operacionais relevantes. Por período de projeção entende-se a quantidade de anos sobre os quais é possível projetar - de forma razoável - quais serão os fluxos de caixa.

Deve-se ter em conta que a projeção do fluxo de caixa deve ser feita em dois períodos, haja vista que uma organização, diferentemente de seus projetos, busca uma vida infinita, de tal forma que continue a operar após os períodos disposto pelo fluxo de caixa (COPELAND; WESTON, 1998). Dessa forma, a avaliação deve ser efetuada em dois períodos distintos:

- a) abrangendo o horizonte de tempo viável de projeção dos fluxos de caixa operacionais;
- b) abrangendo o período após o horizonte de projeção anteriormente mencionada.

Dentre os pontos importantes para a identificação do período de projeção, cabe mencionar: preços dos produtos, volume de vendas, custos de matérias-primas, despesas operacionais e variáveis macroeconômicas, tais como juros e taxa de câmbio. São fundamentais, ainda, a identificação dos componentes relevantes, o desenvolvimento de hipóteses e as perspectivas que servem de base para a projeção dos cenários para a empresa (COPELAND; KOLLER; MURRIN, 2002).

---

<sup>6</sup> *Goodwill*: Conjunto de bens de uma empresa de difícil contabilização, que adicionam valor econômico aos ativos sem serem reconhecidos nos lançamentos contábeis. Entre outros, esses bens são representativos de *goodwill*: terrenos, marcas e patentes, pesquisa e desenvolvimento de bens e serviços, localização geográfica, habilidade gerencial, condições monopolísticas ou cartelizadas de operação, legislação favorável, liquidez acionária, pulverização do capital etc. (COPELAND; KOLLER; MURRIN, 2002).

Destaca-se que as avaliações técnicas em empresas nos Estados Unidos trabalham com uma projeção de cinco a 10 anos (COPELAND; WESTON, 1998), enquanto no Brasil - devido a fatores como a memória inflacionária, os juros elevados e o alto custo do capital - esta projeção varia de três a seis anos (MARTINS, 2001).

#### 3.4.1.1.4 Taxa de desconto

A taxa que deve ser utilizada para descontar os fluxos de caixa, conforme visto anteriormente, deve ser aquela que melhor reflita o custo de oportunidade e os riscos desses fluxos para a colocação do fluxo ao valor presente. A taxa de desconto utilizada para determinar o valor econômico da empresa é usualmente calculada pelo custo médio ponderado de capital (WACC), onde se desconta o fluxo de caixa livre da empresa, bem como os benefícios fiscais decorrentes das decisões estratégicas de estrutura de capital.

O WACC pode ser definido como o valor pago por uma empresa pelos fundos obtidos junto às suas fontes de capital, sendo assim referência para o processo de tomada de decisões de investimento, à medida que os recursos aplicados devem ter retorno superior ao custo de capital, tendo a empresa maximizado o valor e a riqueza dos acionistas (COPELAND; KOLLER; MURRIN, 2002).

O WACC tem como premissa incorporar os riscos associados ao negócio, além de refletir com propriedade os custos de oportunidade dos acionistas, principais financiadores das atividades operacionais da empresa. De tal modo, forma-se com o capital próprio mais capital de terceiros, assim como os benefícios fiscais decorrentes das decisões estratégicas de estrutura de capital. Incorpora, ainda, as alíquotas das estruturas tributárias e a contribuição para a média ponderada (DAMONDARAN, 1999, COPELAND; KOLLER; MURRIN, 2001).

A dedução da despesa financeira da base de cálculo do lucro tributável resultará em um benefício fiscal, sendo este obtido da redução do capital de terceiros, majoritariamente da contribuição social alíquota de e da alíquota nominal do imposto de renda. No Brasil, ainda, surge a figura dos juros sobre o capital próprio, que remunera o capital investido pelos acionistas. O valor outorgado é, então, dedutível para fins de imposto de renda e sobre ele há retenção de imposto de renda na fonte. A WACC, de tal forma, deve ser consistente com a formatação do fluxo de caixa. Salienta-se este fato porque, em decorrência da remuneração do capital do acionista, há a necessidade de readaptar o cálculo do WACC (MARTINS, 2001, COPELAND; KOLLER; MURRIN, 2002).

No que tange ao custo de capital de terceiros, devem ser explicitadas a natureza e as características dos recursos que a empresa possui ou pode acessar com relativa rapidez para estimar a taxa de juros exigida pelos credores. Para este cálculo, deve ser usada a taxa de mercado mais atualizada, quando se trata de dívidas com riscos equivalentes (COPELAND; KOLLER; MURRIN, 2002).

O indicador razoável de risco de determinada dívida é a classificação da Moody's ou da Standard & Poor's (organismos internacionais de referência na área de classificação de risco de crédito), ou, na falta dessa classificação, é possível a utilização dos índices financeiros tradicionais, tais como cobertura de juros, dívida/patrimônio e capital de giro, considerando-se a empresa avaliada, e compará-los com os das empresas que possuem classificação semelhante (WHITE; SHANDY; FRIED, 1998, COPELAND; KOLLER; MURRIN, 2002).

O processo de cálculo do WACC pode ser definido conforme a figura a seguir:

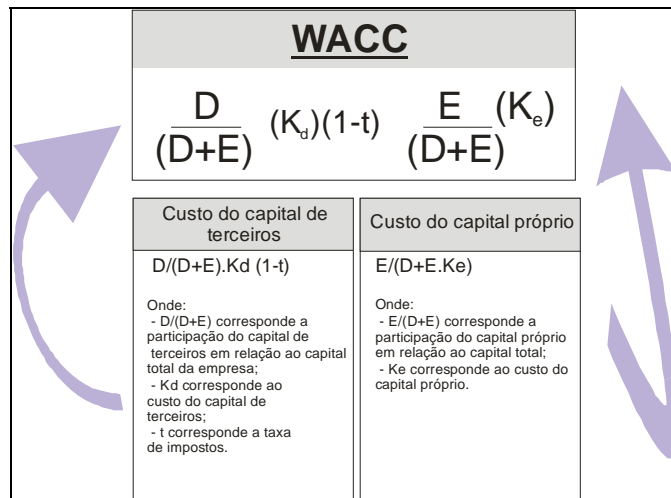


Figura 6 - Modelo sistemático de cálculo da WACC

Fonte: Copeland, Koller e Murrin (2002)

A Figura 6 mostra que a WACC é o resultado do cálculo da média ponderada do custo marginal, da dívida após o pagamento de impostos e do custo do capital próprio, com base na estrutura de capital empregada pela empresa. Dessa forma, a WACC aplicada ao fluxo de caixa deve corresponder ao custo de oportunidade de todos os provedores de capital ponderado por sua contribuição de capital relativa para o capital total da empresa (WHITE; SHANDY; FRIED, 1998, COPELAND; KOLLER; MURRIN, 2002).

A excessiva atenção dispensada à WACC tem por explicação o fato de ser o ponto a gerar maior discussão entre os avalistas de empresas. Principalmente em processos de fusões e aquisições, os valores propostos por compradores e vendedores da WACC têm sempre divergências significativas (COPELAND; KOLLER; MURRIN, 2002).

#### 3.4.1.1.5 Valor econômico da empresa e valor da empresa para seu acionista

Há duas formas de avaliação da empresa concernentes ao método do fluxo de caixa descontado. O primeiro avalia apenas a participação dos acionistas no negócio - valor da empresa para o acionista – e avalia a participação dos mesmos no negócio. O valor econômico da empresa, por sua vez, avalia a participação dos acionistas e dos demais detentores de direitos financeiros na instituição. Pode-se definir ambas de acordo com as seguintes equações (COPELAND; KOLLER; MURRIN, 2000):

- a) Valor da empresa para o acionista = Valor econômico da empresa – Valor de mercado dos passivos de longo prazo (capital de terceiros oneroso)
- b) Valor econômico da empresa = Valor presente dos fluxos de caixa + valor residual ou valor da perpetuidade + valor de mercado dos ativos não-operacionais

De vital importância para os *stakeholders* primários da empresa, o valor da empresa para o acionista é obtido ao se descontarem os fluxos de caixa para os acionistas, pela taxa exigida pelos investidores sobre o capital próprio (capital de terceiros oneroso). O valor econômico das empresas distingue-se por explicitar primeiro a variável de cálculo do valor da empresa para o acionista, sendo que insere no somatório o valor residual, os ativos não-operacionais e o fluxo de caixa no momento presente deste cálculo.

A separação dos dois valores mostra que o valor de uma empresa apurado por este método é determinado pelo fluxo de caixa futuro de suas operações. Este fato, porém, não significa que tal fluxo seja válido apenas aos acionistas da empresa, mas também aos demais credores que co-financiam os ativos operacionais que gerarão esses fluxos (COPELAND; KOLLER; MURRIN, 2000).

### 3.4.1.2 Valor contábil

É considerado o método mais simples, e também o mais utilizado, para avaliação de empresas hoje, devido à sua fácil interpretação. É baseado nas demonstrações financeiras da empresa, onde se apura que o valor da instituição é o valor de seu próprio patrimônio líquido. É também chamado de valor patrimonial da empresa ou *Adjusted Book Value*.

A definição do valor em que está baseado este método é a de que uma empresa vale a soma dos valores de todos os exigíveis que os *stakeholders* primários tenham na mesma. O mesmo valor pode ser obtido de duas formas distintas (CORNELL, 1994):

- a) somatório do valor de todas as ações, lucros acumulados, reservas e dívidas não-operacionais de curto e longo prazos;
- b) diferença entre os ativos totais líquidos e os passivos operacionais da empresa.

Alguns fatores que dificultam a utilização deste método são os seguintes (MARTINS, 2001):

- a) As demonstrações contábeis, normalmente, estão embasadas em custos históricos, não atribuindo aos ativos seus valores correntes.
- b) A contabilização de acordo com o princípio de competência, associada com os conceitos da realização de receitas e da confrontação de despesas, torna a contabilidade desbalanceada com relação a alguns indicadores de valor, como o conceito do valor do dinheiro no tempo e do risco associado.
- c) Existem várias operações que não são registradas nas demonstrações contábeis tradicionais, que, entretanto, são muito relevantes para a apuração do valor econômico de uma empresa, como operações de arrendamento mercantil, derivativos, garantias oferecidas, entre outras, além é claro, de grande parte dos chamados ativos intangíveis, como o capital intelectual.

Assim, apesar das limitações aqui descritas, a situação contábil de uma empresa e, em consequência, seu valor patrimonial, é uma informação útil, como ponto de partida para as análises econômica e financeira da firma. Além disto, devido à sua facilidade de visualização, é o método mais utilizado pelos executivos atualmente (CORNELL, 1994, MARTINS, 2001).

### 3.4.1.3 *Empresarial value/Earnings Before Interest Tax, Depreciation and Amortization*

O *Empresarial value/Earnings Before Interest Tax, Depreciation and Amortization* (EV/EBITDA) é uma das formas de avaliação dos chamados múltiplos ou avaliação relativa. A grande popularidade e utilização da avaliação por múltiplos deve-se à sua simplicidade, à sua necessidade de poucas informações (uma avaliação baseada em múltiplos necessita de apenas dois dados, um indicando o valor de uma empresa semelhante e outro um valor de referência como: vendas, EBITDA, lucro) e rápida precificação de novas informações (essa avaliação incorpora diariamente informações do mercado no valor das empresas abertas, refletindo melhor as constantes mudanças do mercado) (DAMODARAN, 2002, COPELAND; KOLLER; MURRIN, 2002).

Dos múltiplos, o presente estudo focará apenas o EV/EBITDA, pois o mesmo é considerado a forma mais completa de avaliação da empresa sob ponto de vista do mercado acionário, estimando-se seu valor como um todo, e não somente o valor da sua ação, de forma que ficará de melhor visualização neste trabalho. O EV representa o *empresarial value*, sendo que tal análise do valor da empresa põe o analista na posição de um comprador da empresa, pois leva em conta as exigibilidades da mesma. Torna-se a mais comum das utilizações de múltiplos da receita operacional ou do lucro antes dos juros, imposto de renda e contribuição social, depreciação e amortização (múltiplo de EBITDA). Este é a medida do desempenho operacional da empresa e relaciona o valor da empresa com o EBITDA (DAMODARAN, 2002).

### 3.4.1.4 Lucro por ação (LPA)

O lucro por ação (LPA) é um denominador amplamente utilizado pelos investidores nos Estados Unidos e na Europa para medir a rentabilidade de uma empresa. Em sua forma simplificada, o LPA é obtido da divisão do lucro (ou prejuízo) líquido do exercício pelo número de ações ordinárias em circulação (no final do exercício, segundo a prática brasileira, e em função do número médio de ações no caso dos Estados Unidos e Europa) (WHITE; SANDY; FRIED, 1998). No Brasil, a Lei nº. 6.404/76, em seu artigo 187, estabelece a obrigatoriedade da divulgação do lucro ou do prejuízo líquido por ação do capital social. De

forma geral, o cálculo desse quociente tem sido feito em sua forma mais simples pelas empresas no Brasil, ou seja, mediante a simples divisão do lucro ou prejuízo líquido do exercício pelo número de ações que compõem o capital social da entidade ao final do período (MARTINS, 2001).

#### 3.4.1.5 Taxa de dividendos

A taxa de dividendos pode ser encontrada dividindo-se o montante dos dividendos declarados pelo preço cotado da ação no mercado. Se for empregado o total dos dividendos declarados (usualmente aquele divulgado na demonstração das variações do patrimônio líquido, ao término do exercício fiscal, como uma das destinações do lucro), o denominador deverá também ser obtido para um período compatível. Caso adotada uma base de dividendos pagos dentro do exercício, o denominador deveria ser calculado com uma média que cobrisse um período mais longo (RICE, 1998, DAMONDARAN, 1999).

De tal forma, busca-se, então, medir os elementos de governança corporativa nas empresas, mais especificamente nas brasileiras, para apontar se as mesmas desempenham ou não a proposta criada por essas instituições. Cabe ressaltar que os padrões de governança corporativa obedecem às premissas mundiais, porém necessitaram ser adaptadas para as especificidades brasileiras.

### 3.5 ELEMENTOS DE MEDIÇÃO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

Um dos aspectos principais da governança corporativa é promover o alinhamento dos interesses entre os acionistas e os gestores, chamados de mecanismos de governança corporativa. Para alcançar esse objetivo, o regulamento do conselho de administração e da gerência executiva deve ser estabelecido com o máximo de critério. A respeito da gerência executiva, um dos tópicos mais discutidos é o da remuneração, relacionada particularmente com a remuneração por intermédio de *stock options*<sup>7</sup>, e do modo como seu desempenho é

---

<sup>7</sup> Opção de ações - Forma de remuneração de executivos de uma companhia. Em função de resultados obtidos ou desempenho pessoal, o executivo tem a opção de adquirir ações da empresa, com preço e prazo determinados. Normalmente, o preço é subsidiado, ou seja, abaixo da cotação de mercado (BOVESPA).

avaliado. A transparência e a abundância de informação em ambos os casos torna-se a melhor forma de a empresa evitar conflitos de interesse a respeito do desempenho de curto e longo prazos. Os procedimentos para a nomeação dos gerentes e seus termos, assim como sua participação no negócio são igualmente avaliados (JODI, 2000).

Conforme foi destacado, serão descritos os critérios para a avaliação da governança corporativa nas empresas estudadas. Esses tópicos são vistos pelos autores como de maior relevância na análise da governança corporativa (WILLIANSO, 1996, SHLEIFER; VISHNY, 1997, LA PORTA; SHLEIFER; LOPEZ-DE-SILANES; VISHNY, 2000, KLAPPER; LOVE, 2002, DENNIS; McCONNELL, 2003, HIMMELBERG, 2003, LEAL, 2004).

### **3.5.1 Conselho de administração**

O conselho de administração caracteriza-se por ser o órgão da administração de empresas que representa o controle acionário da empresa, na atividade operacional. O conselho possui dois deveres fundamentais: a supervisão dos executivos principais e o auxílio à gerência executiva na definição dos objetivos de longo prazo da empresa (LAPORTA *et al.*, 1999).

Segundo o IBGC, entre as práticas de boa governança corporativa, pode-se destacar a independência do conselho de administração em relação à gestão das empresas. Em outras palavras, os conselheiros não devem ser comprometidos com a administração da empresa, não tendo nenhum vínculo, laços de parentesco, tampouco sofrer influência do grupo controlador (quando por ele indicado, por exemplo), como também ter anteriormente exercido algum cargo executivo na empresa (LODI, 2000). Dessa maneira, um conselho essencialmente independente tem maior respaldo para impor regras e metas ao quadro de executivos, em contraposição aos conselhos pertencentes, ao mesmo tempo, ao grupo de controle ou exercem função de direção executiva, o que pode aumentar o risco de expropriação dos acionistas minoritários. Entre os papéis dos conselhos de administração destacam-se a fiscalização e a avaliação do desempenho dos executivos, objetivando minimizar os conflitos de agência entre os acionistas e os executivos e a criação de valor para o acionista, papel que pode ser comprometido pela falta de independência dos conselhos. Isto é, ser um *outsider* é uma condição necessária, porém não suficiente, para que um conselheiro seja de fato independente. Ademais, não há garantias de ausência de influência sobre conselheiros, por parte de pessoas do grupo de controle, ou mesmo daquelas ligadas a elas por meio de laços de amizade ou



qualquer outro tipo relacionamento mais próximo entre controladores e conselheiros (LAPORTA *et al.*, 1999). Os códigos de governança corporativa da CVM e do IBGC sugerem também que as empresas devam ter presente em seus conselhos de administração:

- a) pessoas distintas ocupando os cargos de diretor executivo e presidente do conselho de administração;
- b) maior proporção possível de membros não-executivos no conselho de administração;
- c) conselho de administração com tamanho variável entre cinco e nove membros.

No contexto brasileiro, Martins e Rodrigues (2005) analisaram 300 empresas listadas na BOVESPA/BOVESPA com o objetivo de revelar quais os papéis e atributos dos conselhos de administração. Identificaram que, apesar de os números destacarem a importância dada pelos conselheiros ao papel estratégico, os resultados sugeriram que a formação dos atributos dos conselhos das empresas estudadas está mais voltada ao papel de controle.

### **3.5.2 Proteção aos acionistas minoritários**

A proteção aos acionistas minoritários é um dos maiores focos da governança corporativa. Segundo Laporta *et al.*, (1999), o efeito de uma pesquisa em diferentes níveis legais de tratamento dispensado aos minoritários em diversos países mostra uma significativa diferença entre os países com um mercado de capitais mais amadurecido e outros com o mercado mais incipiente.. Essas diferenças estariam relacionadas com a grande diversidade encontrada em relação ao grau de concentração de propriedade das firmas, ao desenvolvimento do mercado de capitais, à política de dividendos praticada e ao acesso da firma a novas fontes de financiamento externo.

No Brasil, conforme foi visto, o controle é altamente concentrado, sendo que as decisões estratégicas da empresa centram-se nos acionistas majoritários. Com a propriedade concentrada em posse de poucos acionistas, torna-se evidente o descaso aos direitos dos minoritários. Em geral, ao tomarem as decisões, os conselhos buscam defender os interesses dos majoritários que os elegeram. Os majoritários, por sua vez, impedem a pulverização do controle, pois pretendem ganhar prêmios adicionais em caso de venda do controle das empresas. Assim, tendo-se os maiores acionistas como controladores, particularmente em alguns tipos de mercados como o brasileiro, esses podem alcançar um grau de poder decisório

que, ao médio e longo prazos, pode se tornar prejudicial aos acionistas minoritários. Algumas ações devem ser examinadas para evitar tal situação. Por exemplo, a empresa deve ter uma única classe de ações, na linha “uma ação, um voto” e fornecê-la no modo *tag-along*<sup>8</sup>, de tal forma que os acionistas minoritários beneficiem-se inteiramente de um *take-over*<sup>9</sup> potencial. Além, os acionistas minoritários devem poder opinar em decisões estratégicas da empresa, em pontos que julgarem como prejudiciais ao negócio da mesma e também elegem representantes no conselho de administração (LAPORTA *et al.*, 1999, TEIXEIRA, 2005).

Apesar da concentração de propriedade facilitar o monitoramento dos gestores, de forma a evitar que os mesmos expropiem a riqueza dos acionistas, os interesses dos acionistas minoritários acabam ficando em segundo plano, pois se busca sempre defender os interesses e garantir os direitos dos majoritários.

### 3.5.3 Estrutura de capital ou propriedade

A estrutura de capital ou propriedade é o conjunto dos recursos, próprios e de terceiros, disponíveis, realizáveis ou imobilizados, para a formação do patrimônio de uma empresa. Observa-se que propriedade e controle raramente são segregados em uma organização. Conforme visto na teoria dos *stakeholders*, os gestores normalmente têm alguma participação acionária, de forma a correlacionar seus interesses com os dos acionistas, haja vista que ele próprio é um. De tal forma, a estrutura de propriedade da empresa (ou a propriedade das ações pulverizadas) constitui um importante mecanismo de governança. Dentre os principais *stakeholders* da empresa com poder de influencia decisória, estão os gestores acionistas, os gestores não-acionistas, os grupos de acionistas agindo em bloco e o governo (JENSEN; MECKLING, 1976, LA PORTA; SHLEIFER; LOPEZ-DE-SILANES; VISHNY, 2000).

Para uma melhor estrutura de capital ou propriedade, a concentração/pulverização e o *float*<sup>10</sup> total devem ser analisados para fornecer bastante liquidez e para evitar a concentração de votos. Além disso, outras políticas, tais como a decisão entre pagar dividendos,

<sup>8</sup> *Tang-along* representa direito de alienação de ações conferido a acionistas minoritários, em caso de alienação de ações realizada pelos controladores da companhia (BOVESPA, 2007).

<sup>9</sup> *Take-over* é o processo de aquisição do controle societário de uma empresa por outro grupo, por meio da compra de ações da empresa (BOVESPA, 2007).

<sup>10</sup> *Float* - nos Estados Unidos, quantidade de ações em poder do público, disponível para negociação em mercados organizados.

distribuição dos dividendos ou reinvesti-los na empresa são importantes para a decisão do investimento. Apesar da ausência de uma aproximação direta ao uso do dinheiro gerado, a empresa deve estabelecer suas normativas e claramente indicar sua política e a razão pela qual foi adotada (LA PORTA; SHLEIFER; LOPEZ-DE-SILANES; VISHNY, 2000).

Dentro do panorama brasileiro, conforme dados da CVM, referentes ao ano de 2006, 52% daqueles do controle das empresas é composto por indivíduos ou famílias<sup>11</sup>, enquanto em 15,8%, os controladores são estrangeiros. No que se refere ao percentual de controle, a porcentagem média do maior acionista é de 57,5% sobre o direito a voto (com 41% do capital total), sendo que empresas em que os três maiores acionistas detêm o controle representam 78% (com 58% do capital total). Segundo dados do IBGC (2006), a estrutura de propriedade no Brasil caracteriza-se por:

- a) acionistas minoritários com interesses ainda pouco reconhecidos, e, em função disso, pouco ativos;
- b) alto grau de sobreposição entre propriedade e gestão executiva, com formação de conselhos informais e baixa profissionalização;
- c) estrutura de capital com uma forte concentração de ações com direito a voto nas mãos dos controladores, ao mesmo tempo em que há uma forte emissão de ações sem direito a voto, o que provoca um desalinhamento dos direitos de controle com os direitos sobre o fluxo de caixa entre os acionistas.

A estrutura de capital ou propriedade no mercado brasileiro tende a ser mudada com as recomendações dadas pela CVM para governança corporativa, bem como a adequação aos níveis diferenciados da BOVESPA de governança corporativa. Segundo a CVM, a estrutura de propriedade das empresas de capital aberto não deve elevar a proporção de ações preferenciais acima do limite de 50%. O principal argumento da CVM para esta normativa é de estimular que as organizações tenham cada vez mais o capital composto por ações com direito a voto. No que tange à BOVESPA em relação à estrutura de propriedade, seguem-se os parâmetros apresentados no Quadro 4 deste estudo. Existem ainda as recomendações do IBGC, em que as principais recomendações referem-se à manutenção ou à obtenção da paridade uma ação/um voto, recomendando que mesmo as empresas que tenham ações preferenciais sem direito a voto convertam as mesmas em ações ordinárias ou pelo menos com direito a voto. Um outro aspecto importante envolve a extensão do direito de preço aos minoritários, em caso de alienação de controle ou fechamento do capital.

---

<sup>11</sup> A única empresa brasileira de capital 100% pulverizado é a Lojas Renner, desde 2006.

### 3.5.4 Transparência e igualdade de direitos entre acionistas majoritários e minoritários

Os investidores necessitam de uma informação que gere confiança ao tomar suas decisões de investimento, assim como que a qualidade da informação financeira e sua divulgação justa a todos os participantes do mercado são relevantes. A respeito da igualdade, é imperativo que a informação seja fornecida nas audiências e publicadas posteriormente, da maneira mais abrangente e específica possíveis. Conseqüentemente, analisam-se para a medição de governança corporativa nas empresas os controles da divulgação, procedimentos, políticas a respeito de divulgação mais transparente possível, orientação e outros fatores da divulgação, bem como a disponibilidade da gerência em responder às perguntas dos investidores.

Para Shleifer e Vishny (1997), a maior falha dos sistemas de governança corporativa está relacionada com a falta de proteção dos investidores. Os autores afirmam também que o bom sistema de governança corporativa dá-se pela combinação de grandes e pequenos investidores com a proteção legal de ambos. Além disso, em países onde existe maior proteção dos direitos dos acionistas é possível encorajar investimentos e, como conseqüência, há contribuição para o desenvolvimento dos mercados, diferenciando-os daqueles em que a proteção é frágil. Como a governança corporativa surge na tentativa de solucionar os conflitos entre gestores e proprietários e entre acionistas majoritários e minoritários, e como tais conflitos são os principais responsáveis pelo afastamento dos investidores do mercado, é importante conhecer como os investidores analisam e avaliam as práticas de governança das empresas. Pesquisa realizada pela McKinsey, em 2002, constatou a importância emprestada pelos investidores a essas práticas. Segundo a referida pesquisa, os investidores estariam dispostos a pagar um prêmio por ações de empresas que adotam boas práticas de governança. O prêmio diferencia-se entre os países e chega a 41% no Marrocos. Para os autores da pesquisa, os altos prêmios pagos por ações de empresas com boa governança refletem a necessidade de *disclosure* de informações e de garantia e aplicação dos direitos dos acionistas (UDAYASANKAR; DAS, 2007).

Cabe ainda, como destaque final, o tamanho da empresa. O sentido da relação entre nível de governança corporativa e tamanho não é claro, em um primeiro momento. Por um lado, empresas maiores podem possuir mais custos de agência decorrentes do fluxo de caixa livre, necessitando de boas práticas de governança corporativa para mitigar esse problema. Ademais, têm mais recursos para implementar boas práticas de governança corporativa. Por

outro lado, as empresas menores tendem a crescer mais e, portanto, a necessitar de capital. Dessa forma, ambas possuem incentivos para adotar boas práticas de governança corporativa (KAPPLER; LOVE, 2002). Abaixo segue um quadro de explicativo sobre as principais teorias utilizadas neste trabalho, no que refere-se governança corporativa e medição de desempenho econômico das empresas. A principal função da revisão de literatura destes pontos foi o de mostrar os principais métodos utilizados para medir o desempenho da governança corporativa e seu desempenho econômico *ex post* nas empresas.

<b>TÉCNICA</b>	<b>IMPORTÂNCIA PARA A PESQUISA</b>	<b>AUTORES</b>
<b>Elementos de Medição de Desempenho Financeiro</b>		
Fluxo de Caixa Descontado	Método de avaliação de um investimento através da estimativa do valor presente de fluxos de caixa futuros.	Rice (1988), Copeland, Weston, 1998); Copeland, Koller, Murrin (2002); White, Sandhy, Fried (1998); Damodaran, (1999)
Valor Contábil	Esse método baseia-se nos números contábeis da empresa, por meio do qual apura-se que o valor da empresa é o valor do seu patrimônio líquido, conforme ao que fora extraído das demonstrações financeiras.	Martins (2001); Damodaran, (1999, 2001, 2002)
Índice preço/lucro (LPA)	Múltiplo encontrado por meio da divisão do preço da ação pelo lucro da mesma, gerado no período.	White, Sandhy, Fried (1998); Martins (2001)
EV/EBITDA	Múltiplo empresarial do valor de uma empresa (EV: <i>empresarial value</i> ) e seu EBITDA. Analisa a empresa como se num processo de compra da mesma, tendo foco nas exigibilidades da empresa	Copeland, Koller, Murrin (2002); Martins (1997, 2001); Damodaran, (2002)
Taxa de Dividendos	Valor encontrado por meio da divisão do montante dos dividendos declarados pelo preço cotado da ação no mercado	Rice (1988); Damodaran, (1999)
<b>Elementos de Medição de Governança Corporativa</b>		
Conselho de administração	Caracteriza-se por ser o órgão da administração de empresas que representa o controle acionário da companhia na atividade operacional.	Martins e Rodrigues (2005); Lodi, 2000; Laporta <i>et al.</i> , 1999;
Proteção aos acionistas minoritários	Medida em que é considerada a proteção aos menores acionistas, e o seu direito de poder influenciar as estratégias a serem tomadas pela empresa.	Laporta <i>et al.</i> , 1999; Teixeira, 2005
Estrutura de capital ou propriedade	Conjunto dos recursos, próprios e de terceiros, disponíveis, realizáveis ou imobilizados, para a formação do patrimônio de uma empresa.	La Porta, Shleifer, Lopez-De-Silanes, Vishny, 2000; Jensen e Meckling, 1976
Transparência e igualdade de direitos entre acionistas majoritários e minoritários	Medida em que todos os acionistas podem ter acesso as informações da empresa, e participar do processo de formação de estratégia da mesma.	Shleifer e Vishny (1997), Udayasankar e Das, 2007

Quadro XX - Variáveis de estudo de desempenho econômico e governança corporativa

Fonte: autor (2008)

## 4 METODOLOGIA

Para pressupor a metodologia do trabalho, uma vez que o problema de pesquisa já foram claramente definidos e especificados todos os tipos de informações a serem requeridas, o pesquisador parte para preparar uma pesquisa que defina as condições adequadas para a coleta e análise dos dados (LAVILLE; DIONE, 1999).

Neste capítulo será apresentado o método de pesquisa, seus quesitos para validação e as etapas subseqüentes da pesquisa, com o objetivo de atingir os objetivos propostos.

A primeira seção compreende a escolha do método a ser utilizado na pesquisa, procedido da segunda seção, que trata sobre a validação do mesmo. A terceira seção contempla o estudo de caso, com a descrição das análises a serem feitas. Em seguida, a análise dos dados e a análise comparativa das três empresas estudadas. Será aberta, ainda, uma quarta seção para analisar os resultados obtidos.

### 4.1 DEFINIÇÕES

Com o objetivo de verificar o desempenho econômico de empresas de capital aberto, egressas no sistema de governança corporativa, este trabalho tem como estratégia realizar um estudo de caso múltiplo, qualitativo e de natureza exploratória. Seguindo tal conceito, buscar-se-á seguir uma linha de pesquisa que imponha, de forma compreensiva e interpretativa, uma maneira de proporcionar uma visão geral do fenômeno. A partir daí, serão observados, de maneira mais precisa, as características do modelo de gestão estudado, bem como o entendimento, que se relacionarão com as categorias e subcategorias utilizadas (GIL, 1999).

### 4.1.1 Exploratório

O presente estudo constitui-se em uma pesquisa exploratória, na qual o estudo de caso é ratificado como tendo grande utilidade, pois parte-se da premissa de que a investigação permite a construção de hipóteses ou a reformulação do problema. Uma vez que o pesquisador já possui conhecimentos sobre o tema a ser estudado, pode ocorrer que o mesmo tenha diversas explicações (MATTAR, 1998). O estudo é considerado exploratório porque busca, também, desenvolver conceitos; saciar a curiosidade, causando um melhor entendimento sobre o tema; examinar possibilidades de um estudo mais profundo, posteriormente, e prover esclarecimento sobre um processo ou um problema (HART, 1991, BABBIE, 1999). Ademais, quando contém a definição de um problema, ou a uma definição mais precisa, de forma que se identifiquem os cursos alternativos da ação, o desenvolvimento de hipóteses, o isolamento de variáveis e as relações-chave de um exame posterior, a obtenção de critérios no desenvolvimento de uma abordagem do problema e o estabelecimento de prioridades para uma pesquisa posterior (MALHORTA, 2001).

No que tange à pontualidade do assunto, pesquisa exploratória é focada no sentido de possibilitar uma maior familiaridade com o problema, de maneira a instigar a sua compreensão, assumindo, muitas vezes, a forma de um estudo de caso, outra das estratégias escolhidas para a realização deste trabalho. O estudo exploratório pode também proporcionar uma visão mais geral sobre um fato específico, com possibilidade de ser a primeira etapa de uma investigação de caráter mais abrangente, utilizada quando o tema escolhido tem uma amplitude maior e mais genérica, necessitando de maiores esclarecimentos e delimitações mediante procedimentos mais sistematizados (GIL, 1999).

Incorporada à métrica do trabalho proposto, de todos os tipos de pesquisa, as exploratórias são as que apresentam menor rigidez no planejamento, na qual se envolve habitualmente um levantamento bibliográfico documental, entrevistas não-padroneizadas e estudos de caso (MATTAR, 1998).

Em uma forma distinta, a análise aprofundada de uma determinada unidade social torna-se um dos métodos preferidos dos pesquisadores que buscam responder “como” e “por que” certos fenômenos ocorrem, bem como se existe pouca possibilidade de controle sobre os acontecimentos estudados. Tendo-se uma visão sobre o caráter exploratório, tende-se a desenvolver um estudo de caso aberto a novas descobertas (GODOY, 1995).

O estudo exploratório neste trabalho procurará identificar as características referentes à governança corporativa de empresas de capital aberto e bases do seu desempenho

econômico, bem como para servir na elaboração do instrumento de pesquisa. A pesquisa exploratória tende a se encaixar bem neste trabalho, pelo fato de o mercado de capitais ser considerado extremamente dinâmico e complexamente mutável.

Baseado em tais definições, o trabalho propõe-se a fazer um referencial teórico e bibliográfico do tema, uma entrevista exploratória semi-estruturada em três empresas com capital aberto no nível um da governança corporativa, um questionário com escala Likert para cada um dos entrevistados, a técnica de coleta de dados e documentos para a análise de desempenho das mesmas.

Para um bom entendimento do fenômeno, deve-se perseguir uma correta escolha do caso, buscando aqueles mais completos e adequados à realização do estudo. Sendo assim, a unidade de análise deste estudo servirá para buscar a melhor representação do tipo de negócio a ser pesquisado (STAKE, 1995, GIL, 1999).

#### **4.1.2 Qualitativo**

Este estudo de caso toma por base também o caráter de pesquisa qualitativa. Aplica-se a pesquisa qualitativa em que se necessita obter dados descritivos sobre pessoas, lugares e processos interativos por meio de contato direto do pesquisador com a situação em estudo; tenta-se compreender os fenômenos segundo a perspectiva dos sujeitos (YIN, 2001, MALHORTA, 2001).

O estudo qualitativo, como caráter de pesquisa, tem como objetivo também alcançar uma compreensão qualitativa das razões e motivações subjacentes, com foco em questões de interesse amplo, que tende a ir definindo ao mesmo tempo o desenvolvimento do estudo (MILES; HUBERMAN, 1984, GODOY, 1996, MALHORTA, 2001, YIN, 2005).

O estudo qualitativo é aplicado neste trabalho em função de grande parte das pesquisas desenvolvidas sobre governança corporativa aplicarem-se métodos quantitativos. De tal forma, o estudo qualitativo dará a esta pesquisa uma visão mais comportamental e descritiva dos principais agentes envolvidos no processo de governança corporativa, nas empresas estudadas.

Com o objetivo de aprofundar o estudo de determinado fato, a fim de adquirir conhecimentos mais profundos sobre o mesmo, será posta a seguir a metodologia referente ao estudo de caso (GIL, 1999).



### 4.1.3 Estudo de caso

Os casos desta pesquisa foram definidos visando explicitar, em grande parte das prerrogativas a serem avaliadas, o aprendizado sobre o tema escolhido. Todas as três empresas passaram recentemente pelo processo de abertura de capital e também de ingresso nos níveis diferenciados de governança corporativa. Trata-se de empresas de âmbito nacional, com a maior parte de seu faturamento advindo do mercado interno e administração familiar.

No objeto de estudo proposto a este trabalho, será aplicado o método de estudo de casos múltiplos. Apesar de não terem sido encontrados estudos recentes e empíricos sobre o assunto em questão, os objetivos propostos e a finalidade do trabalho indicaram como mais apropriada uma pesquisa do tipo exploratória, a ser realizada por meio do estudo de casos múltiplos (YIN, 2001). Esta observação deve-se ao fato de que, por envolver mais de duas organizações, se torna perfeitamente factível dentro da opção de estudo de casos múltiplos (YIN, 2005).

Segundo Yin (2005), os estudos de caso podem ser classificados como holísticos ou incorporados. Este trabalho pode ser caracterizado como um estudo de casos múltiplos incorporados, conforme demonstram as características do fenômeno estudado e da questão de pesquisa. Os estudos de casos incorporados diferem dos holísticos por levarem em consideração a necessidade de levantar informações em diversos componentes ou subunidades, de uma mesma unidade de análise que constitui caso (YIN, 2005). Pelo fato de o tema da governança corporativa ser de grande complexidade, a opção de estudos de casos incorporados evidencia-se pela necessidade de buscar informações em diferentes setores (setor público, analistas de mercado e executivos de RI), com a coleta de informações englobando os diversos tipos de *stakeholders* envolvidos (primários e secundários).

A realização de um estudo de múltiplos casos deve-se à possibilidade de tornar maiores as probabilidades analíticas, assim como ao fato de que “as provas resultantes de casos múltiplos são consideradas mais convincentes, e o estudo global é visto, por conseguinte, como sendo mais robusto” (YIN, 2005). Dados tais fatores, não é possível enquadrar o presente trabalho na opção estudo de caso único, haja vista que o propósito da pesquisa não se enquadra em nenhum dos cinco fundamentos propostos para o mesmo. Estes fundamentos são descritos como um caso raro ou extremo, um caso decisivo para testar uma teoria, um caso representativo ou típico, um caso revelador ou um longitudinal (YIN, 2005).

O estudo de caso contempla, ainda, uma investigação empírica de um fenômeno englobado no contexto da vida real, especificamente quando o fenômeno e o contexto propostos não possuem um limite claramente definido, e no qual as múltiplas fontes de evidências são utilizadas (YIN, 2005). É de extrema importância que tais fontes de evidência sejam colocadas de modo adequado, partindo-se de três princípios:

- a) Utilizar a triangulação das várias fontes de evidência: partindo-se do pressuposto que nenhuma observação ou interpretação é perfeitamente repetível, a triangulação pode também esclarecer o significado, identificando os diferentes modos pelos quais o fenômeno será visto. Podem ser colocados ainda quatro tipos de triangulação; as fontes de dados, entre avaliadores diferentes, as perspectivas sobre um mesmo conjunto de dados e, por fim, os métodos. A triangulação dos dados neste trabalho será utilizada para melhor compreensão e contraposição dos dados levantados (GIL, 1999, YIN, 2005). A triangulação dos dados aqui observou: entrevistas em profundidade com especialistas do setor e envolvidos no processo, análise dos dados de desempenho econômico-financeiro das empresas e análise de documentos internos e externos.
- b) Torna-se necessário desenvolver um banco de dados para o estudo de caso. O desenvolvimento desse banco de dados deve conter quatro componentes: notas, documentos, tabelas e narrativas. Este instrumento tem a ver com a maneira de organizar e documentar os dados coletados para o estudo de caso. O projeto de estudo de caso deve se empenhar para desenvolver um banco de dados formal e apresentável, a fim de que outros pesquisadores possam revisar as evidências diretamente, não ficando limitados a relatórios escritos. Um banco de dados como o descrito aqui aumenta de forma notável a confiabilidade do estudo. O banco de dados proposto para este trabalho acolheu informações financeiras dos *sites* de relacionamento com investidores, dados externos e observações e notas colhidas nas entrevistas.
- c) Proceder com um encadeamento das evidências, de modo a aumentar a confiabilidade das informações em um estudo de caso (STAKE, 1994, YIN, 2005). Assim, neste trabalho, o encadeamento das evidências dá-se na forma de corroborar o resultado dos três grupos de entrevistados com as análises econômico-financeiras das empresas estudadas.

Considera-se ainda que a análise das evidências em um estudo de caso é considerada particularmente difícil, sobretudo se as técnicas ou evidências não forem muito bem-definidas

no correr do trabalho. Para buscar, então, uma melhor definição dessas técnicas, será realizada uma pesquisa exploratória, na qual se aprofundarão os conceitos preliminares, na busca de uma melhor geração de idéias, para prover este trabalho de uma maior especificação sobre o problema de pesquisa em questão (CHURCHILL, 1995, MATTAR, 1996).

#### 4.2 UNIDADE DE ANÁLISE

Uma escolha do caso que permita uma investigação mais acertada e completa é influenciada, invariavelmente, pela unidade de análise. Haja vista esta prerrogativa, devem ser escolhidos casos com os quais se possa aprender mais ao se realizar o estudo (STAKE, 1995).

A unidade de análise deste trabalho será integrada por três empresas de grande porte que passaram recentemente pelo processo de abertura de capital, integrando a governança corporativa da BOVESPA.

#### 4.3 DESENHO DE PESQUISA

Pode-se definir o desenho de pesquisa como a seqüência lógica que liga os dados empíricos ao ponto inicial da questão estudada, unindo-os aos resultados e às conclusões. Ao avaliar o desenho proposto, deve-se em primeiro lugar identificar o modelo de pesquisa e julgar a sua legitimidade. Caso seja pertinente, ele deve ressaltar o uso de uma abordagem multimétodo, na qual se procura obter resultados semelhantes por meio da utilização de métodos diferentes (PINSONNEAULT; KRAEMER, 1993). O desenho de pesquisa, em sua forma figurada, permite uma visão geral e mais clara dos aspectos a serem abordados, bem como a forma como os mesmos se interligam.

É apresentado na figura a seguir o desenho de pesquisa pertinente ao trabalho, onde as etapas a serem seguidas possuem uma descrição gráfica mais bem detalhada.

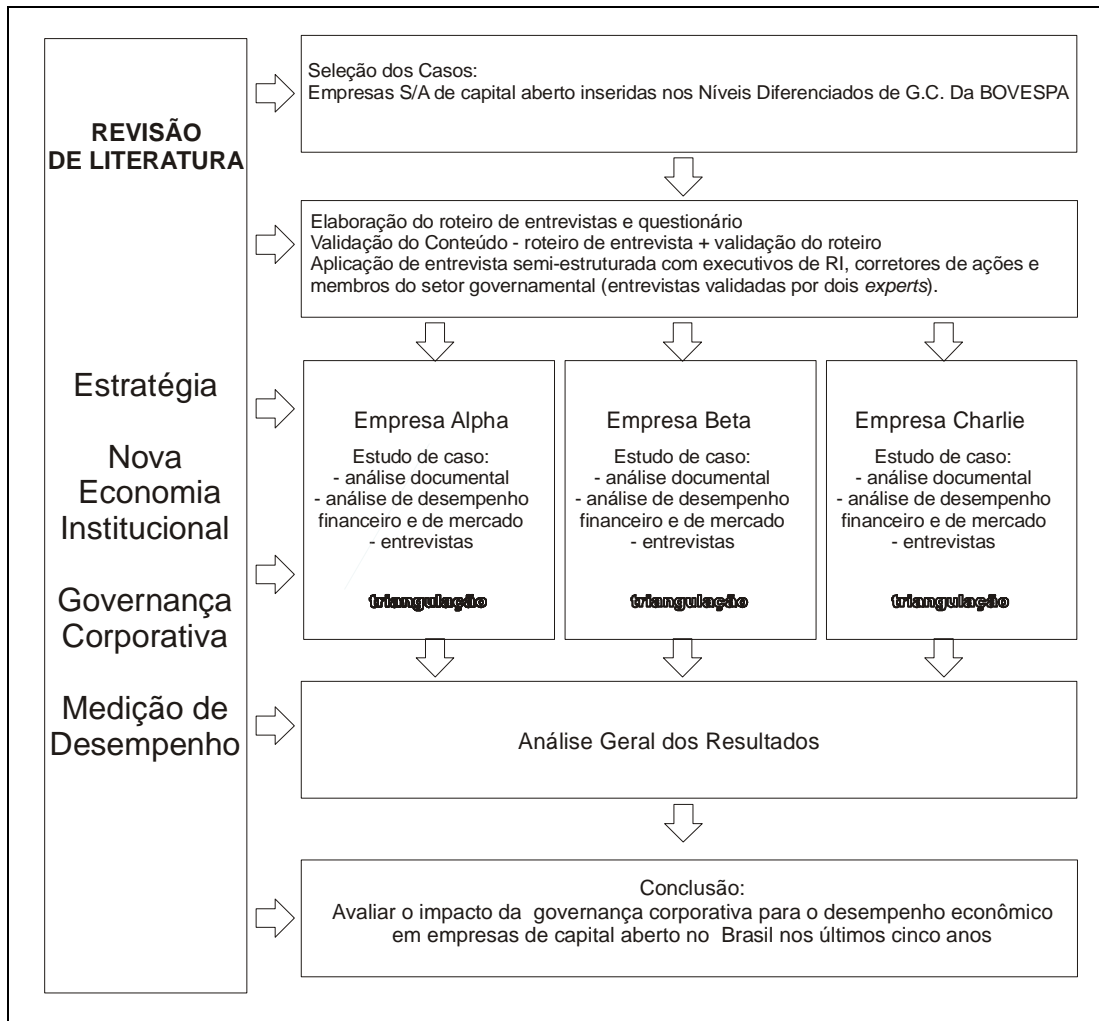


Figura 7 - Desenho de pesquisa

Tem-se que na primeira parte do estudo, a definição do problema de pesquisa a ser estudado, seguido dos objetivos gerais e específicos. Após, segue-se a etapa de fundamentação, onde, em caráter exploratório, é feita a seleção dos casos e a definição das três empresas a serem selecionadas dentro dos parâmetros previamente definidos. Após a validação do método, quando serão aplicadas as entrevistas semi-estruturadas (já validadas por dois professores-doutores da PUCRS).

O estudo de caso em questão faz parte da terceira etapa do projeto, quando se analisou o desempenho econômico-financeiro com o resultado das entrevistas. Junto a isto foi realizada a análise dos resultados obtidos.

Após uma análise comparativa dos três casos estudados, procedeu-se à avaliação dos resultados. Foram avaliados, aí, tanto a questão dos resultados obtidos com a amostra quanto as demais variáveis inseridas na revisão de literatura. Inserções técnicas e dados pertinentes aos fatos estudados são apresentados na revisão bibliográfica e no transcorrer da pesquisa.

### **4.3.1 Revisão bibliográfica**

A revisão bibliográfica tende a buscar um melhor aprendizado sobre o tema pesquisado, obter subsídios sólidos para a redação do trabalho e elaborar um levantamento dos estudos feitos. A revisão de literatura tende a auxiliar diretamente na definição das variáveis utilizadas no decorrer da pesquisa, como também na montagem e na análise dos dados. São analisados ainda os conceitos de gestão, informação, conhecimento do assunto proposto (YIN, 2001).

O referencial teórico elaborado para a construção da base teórica sobre desempenho econômico e governança corporativa apresentou definições e resultados existentes em periódicos e em obras clássicas e recentes relevantes ao tema de pesquisa.

Os objetivos citados determinaram, inicialmente, o levantamento bibliográfico realizado.

### **4.3.2 Coleta dos dados**

Nos estudos de casos, a coleta de dados pode se basear em inúmeras fontes de evidências, tais como: documentos, entrevistas, registros em arquivos, observação direta, observação participante e artefatos físicos. Pode-se afirmar, ainda, que a coleta de dados é de uma complexidade e importância que tornam difícil a sua realização, sendo que, para tanto, o pesquisador deve ter habilidades prévias, tais como saber fazer perguntas interessantes e interpretá-las, possuir boa adaptabilidade e flexibilidade, ser bom ouvinte, ter uma noção clara e concisa das questões que estão sendo estudadas e imparcialidade em relação a noções preconcebidas (YIN, 2005).

#### **4.3.2.1 Entrevistas**

Utilizada por meio da formação de perguntas previamente elaboradas, a entrevista tem como objetivo a obtenção de dados para a investigação (GIL, 1999). De tal forma, este trabalho

elaborou um roteiro base de entrevista semi-estruturada, sendo que o mesmo sofreu algumas alterações em função do grupo entrevistado (*stakeholders* primários e secundários).

Dentro entrevista semi-estruturada, o trabalho usou a coleta de dados primária. Conhecida como um dos principais meios ou procedimentos para a coleta de dados e informações na pesquisa qualitativa, a técnica da entrevista semi-estruturada caracteriza-se por um conjunto de perguntas ou questões estabelecidas em um roteiro flexível em torno de um ou mais assuntos do interesse de uma pesquisa para elucidação do seu objeto (TRIVIÑOS, 1987).

Observa-se a coleta de dados mediante dois aspectos: o de entrevista semi-estruturada, no que se refere ao grau de padronização do instrumento de coleta de dados utilizado nas entrevistas pessoais, caracterizando-se como um roteiro de entrevista, isto é, um guia para orientar o pesquisador; não-disfarçada, onde é caracterizada a total transparência de propósitos da pesquisa. A utilização de entrevistas semi-estruturadas para coleta de dados é considerada uma das técnicas mais utilizadas no processo de trabalho de campo, pois compreende que se deve, para tanto, aprender sistemas de valores, de normas e de representações de determinado grupo social. Diante disso, a entrevista semi-estruturada é parte da origem de questionamentos básicos, apoiados em teorias e hipóteses, conforme a revisão bibliográfica do trabalho, que interessam à pesquisa e que, em seguida, junto de novas hipóteses, vão surgindo à medida que recebem as respostas do informante. Assim, o informante, seguindo com espontaneidade a linha de seu pensamento e de suas experiências dentro do foco principal apresentado pelo pesquisador, começa a participar na elaboração do conteúdo da pesquisa (TRIVIÑOS, 1987, MYNAYO, 1994, MATTAR, 1997).

As entrevistas foram realizadas com grupos distintos de *stakeholders* primários e secundários. Foram entrevistados os executivos de RI (relacionamento com investidores) das empresas estudadas (*stakeholders* primários), sendo um de cada empresa. Como *stakeholders* secundários foram entrevistados corretores de ações independentes (Frederico Vontobel, sócio da Volkin Investimentos, e Fernando Wallau, sócio da XP Investimentos), membros do setor governamental (dois analistas do Banco Central, que preferiram não se identificar) especializados em mercado de capitais, um consultor de empresas especializado em governança corporativa (Werner Bornholdt, diretor da Werner Bornholdt Consultores) e um membro setor bancário privado (Ricardo Russowski, vice-presidente do Banco Matone). As entrevistas ocorreram de forma seqüencial em cada um dos casos. Apesar de não viverem com tanta intensidade a estratégia da empresa, como o presidente, no caso, os executivos de RI foram escolhidos para as entrevistas por terem uma visão mais imparcial que o acionista majoritário ou o presidente da empresa, sendo que os três fizeram a ressalva de que as

entrevistas fossem em caráter de confidencialidade. As entrevistas ocorreram, então, conforme o solicitado, atendendo ao pedido dos executivos entrevistados, de forma que os mesmos pudessem expor suas opiniões de maneira mais imparcial e com maior informalidade. Dois dos entrevistados solicitaram que a entrevista se mantivesse em confidencialidade antes mesmo do seu início, e o outro, após o seu término.

Na execução das entrevistas, foram observados alguns aspectos, tais como:

- a) agendamento prévio com o entrevistado;
- b) cumprimento do tempo predeterminado pela entrevista, que foi de aproximadamente 60 minutos;
- c) estabelecimento, ao início da entrevista, de explicação da finalidade da visita, o objetivo da pesquisa, as pessoas e organizações envolvidas na mesma, sua importância na dissertação do mestrado, os aspectos de sigilo e a importância da colaboração do entrevistado;
- d) formulação de perguntas seguindo um roteiro predefinido, caracterizado como semi-estruturado, com variações de acordo com a evolução da conversação;
- e) registro das respostas com uso de gravador, com autorização prévia do entrevistado (GIL, 1998).

#### 4.3.2.2 Aplicação das entrevistas

Foi estabelecido que as entrevistas com os executivos de RIs seriam precedidas das demais *stakeholders*, com intuito de se obter um melhor panorama sobre as empresas estudadas. Para tanto, foi feito primeiramente um contato telefônico com os mesmos, que já haviam sido avisados previamente, pois as mesmas se deram sob indicação de terceiros. Após o contato telefônico, foi enviado aos mesmos um resumo dos objetivos do trabalho, via *e-mail*. Após realizadas as entrevistas, conforme quadro a seguir, realizaram-se, com o mesmo procedimento mencionado, as demais entrevistas com os outros *stakeholders*.

	<b>Empresa Alpha</b>	<b>Empresa Bravo</b>	<b>Empresa Charlie</b>
Forma de contato	Telefônico e <i>e-mail</i> , por indicação	Telefônico e <i>e-mail</i> , por indicação	Telefônico e <i>e-mail</i> , por indicação
Tempo de duração das entrevistas	70 minutos	65 minutos	70 minutos
Local de realização das entrevistas	São Paulo	Rio Grande do Sul	Rio Grande do Sul

Quadro 8 - Operacionalização de aplicação das entrevistas com os executivos de RI

Foi desenvolvido e aplicado, antes das entrevistas e do questionário, um formulário para subsidiar os mesmos, com dados coletados nos *sites* de relacionamento com investidores das empresas (dados organizacionais) e com os executivos de RI das empresas, abordando os seguintes itens:

- a) dados organizacionais: questões relacionadas ao tipo de negócio, descritivo do controle de capital, descrição do conselho, e demais dados de caracterização da empresa. Em relação às corretoras e ao setor público, tais dados não precisarão ser aplicados.
- b) identificação dos respondentes: cargo de ocupação, formação acadêmica, tempo de empresa e experiência na área.

Deve-se considerar ainda que, na pesquisa qualitativa, os dados foram coletados na forma de comunicação entre sujeitos e o tratamento dos dados feitos por meio de interpretação. Pode-se compreender a interpretação como uma forma de ajustar o sentido das proposições que levam a uma compreensão ou esclarecimento dos sentidos e significados das palavras, sentenças e textos (GODOY, 1995).

Cada entrevista teve duração aproximada de 60 minutos e foi realizada nas dependências das empresas onde os entrevistados trabalham. Para a realização das entrevistas, o entrevistador chegou ao local entre 10 e 15 minutos antes da hora marcada para os procedimentos de apresentação na recepção das empresas. No contato pessoal com cada respondente foram ressaltados novamente os objetivos da pesquisa, a apresentação do trabalho proposto e outros detalhes, como garantia de sigilo nas respostas e preservação da identidade das firma, se necessário para os entrevistados.

Por se tratar de um estudo de caso múltiplo, utilizaram-se as fontes mais disponíveis, que são as análises documentais e as entrevistas pessoais.

Dentro da análise documental serão buscados os seguintes itens em relação à pesquisa:



- a) balanços anuais e trimestrais das empresas estudadas;
- b) relatórios de atividades pertinentes ao setor de RI da empresa;
- c) balanços patrimonial contábil e gerencial (valor de mercado);
- d) análises técnicas e fundamentalistas atuais do valor de mercado das empresas;
- e) Estatuto Social, Código de Conduta, Política de Divulgação de Informações, Política de Negociação de Valores Mobiliários, Plano de Outorga de Opções de Compra ou Subscrição de Ações e Acordo de Acionistas das empresas estudadas.

A análise dos documentos e as entrevistas dos casos foram realizadas em fases, conforme segue:

- a) Triagem e organização: momento em que ocorre a triagem e organização do material.
- b) Transcrição de entrevistas: fase em que as entrevistas gravadas foram transcritas.
- c) Pré-análise: contato direto com o material para retomada das hipóteses e dos objetivos iniciais de pesquisa a fim de elaborar indicadores que orientarão a análise.
- d) Exploração do material: ocorre essencialmente a codificação. Lapidação dos dados brutos para obter os núcleos de compreensão do texto.
- e) Tratamento dos resultados, inferência e interpretação dos mesmos.

Primeiramente, cada caso de estudo foi analisado de forma individual. Após as análises individuais dos casos, os dados foram compilados e consolidados, estabelecendo-se uma análise geral, unindo os pontos comuns e os complementares encontrados em cada caso. Esse método de análise foi importante para atingir os objetivos específicos estabelecidos, possibilitando identificar e analisar as diferenças e/ou similaridades na percepção dos indivíduos e das empresas, a partir da análise de documentos e de entrevistas. A interpretação visou dar um significado mais amplo às questões de pesquisa, imperativas para a construção de um modelo, esquema e ligação com a teoria. A interpretação dos resultados pelas entrevistas correspondeu à parte mais importante da análise geral dos resultados. Os mesmos foram transcritos sob forma de evidências para confirmação ou não das hipóteses (MARCONI; LAKATOS, 2003). Com o objetivo de se obterem os resultados esperados, os dados e indicadores coletados nos documentos, análise financeira e nas entrevistas realizadas foram comparados com as informações registradas na revisão bibliográfica apresentada. Os resultados finais expostos devem atender aos objetivos formulados no projeto de pesquisa.

### 4.3.3 Protocolo do estudo de caso

Para realizar o estudo de caso, observou-se uma condição identificada sobre a necessidade de se elaborar um protocolo de estudo de caso, que completaria as seguintes questões: visão geral do projeto de estudo de caso; procedimentos de campo; questões do estudo de caso e guia para o relatório de estudo de caso. O protocolo do estudo de caso teve como objetivo orientar o pesquisador na condução do estudo, propiciando segurança no estudo de caso e antecipação de dificuldades. Algumas questões são fornecidas, as quais foram observadas nesta pesquisa: preparação para realizar o estudo; apresentação das questões para o investigador e não para um respondente; acompanhamento de cada questão com uma lista de fontes de evidência e definição das questões de forma a refletir o conjunto de preocupações do projeto inicial (YIN, 2005).

Torna-se bastante provável que informações documentais tornem-se relevantes a todos os tópicos do estudo de caso, de forma que este possa assumir, entre outros, os seguintes formatos: correspondências, documentos administrativos, recortes de jornais e outros artigos submetidos à mídia e estudos específicos sobre o caso. Torna-se a forma mais importante de documentação, nos estudos de caso, corroborar e valorizar as evidências e os detalhes específicos de informações oriundas de outras fontes (YIN, 2005).

Usando as palavras de Yin (2005), “[...] um protocolo para o estudo de caso é mais do que um instrumento. O protocolo contém o instrumento, mas também contém os procedimentos e as regras gerais que deveriam ser seguidas ao utilizar o instrumento”. Nesse sentido, é possível entender o protocolo de estudo de caso como uma *check-list* ou uma agenda que contém os passos a serem seguidos e que irão resultar na maior confiabilidade da pesquisa, bem como oferecer uma orientação ao pesquisador e aos analistas da pesquisa.

Pode-se, ainda, complementar que, sendo as entrevistas fontes essenciais de informação e de evidências para o estudo de caso, as mesmas assumem as formas mais diversas, sendo conduzidas de maneira espontânea e informal, tendo como base um conjunto de regras estruturadas, as quais deram origem ao estudo de caso (YIN, 2005). A seguir, serão vistas as etapas descritivas do protocolo do estudo de caso:

#### **Protocolo do estudo de caso múltiplo:**

**Objetivo:** Levantar informações que contribuam para a análise das estratégias e desempenho das empresas com governança corporativa.

**Características-chave do estudo de caso:** Estudo da governança corporativa; avaliação de empresas com governança corporativa; análise de documentos e ferramentas a serem utilizadas para avaliação das empresas estudadas.

A lista do protocolo do estudo de caso encontra-se exposta no apêndice A deste trabalho. Na análise dos dados, a ser visto posteriormente, apresenta-se um referencial sobre análise de desempenho econômico para verificação dos dados utilizados.

#### 4.4 ANÁLISE DOS DADOS

A análise dos dados em pesquisas qualitativas normalmente compreende três etapas: a codificação dos dados, a sua apresentação em forma mais estruturada e a análise propriamente dita. Cada pesquisador deve começar seu trabalho de análise com uma estratégia analítica geral, por intermédio do estabelecimento de prioridades acerca do que deve ser analisado e por quê. (YIN, 2005). Para tanto, existem possibilidades descritas de análises por meio do emprego de várias técnicas analíticas:

- a) dispor as informações em séries diferentes;
- b) criar uma matriz de categorias e dispor as evidências dentro dessas categorias;
- c) criar modelos de apresentação dos dados – fluxogramas e outros métodos para examinar os dados;
- d) classificar em tabelas da frequência de ventos diferentes;
- e) examinar a complexidade dessas classificações e sua relação, calculando números de segunda ordem, com médias e variâncias;
- f) dispor as informações em ordem cronológica, ou utilizar alguma outra disposição temporal.

Antes de iniciar a análise de conteúdo propriamente dita, deverá ser realizada a preparação dos dados, o que inclui edição, codificação e entrada dos mesmos. Essa preparação permite detectar erros e omissões que poderiam comprometer a qualidade das análises. A análise de conteúdo nasceu da necessidade da realização de pesquisas por meio de novos caminhos. A partir daí, a análise de conteúdo torna-se uma técnica de investigação que busca a descrição objetiva, sistemática e quantitativa do conteúdo manifestado na comunicação (BARDIN, 2000, COOPER, 2003).

Análise é a categorização, a ordenação, a manipulação e a sumarização de dados. Seu objetivo é reduzir grandes quantidades de dados brutos passando-os para uma forma interpretável e manuseável de maneira que características de citações, acontecimentos e de pessoas possam ser descritas sucintamente e as relações entre as variáveis estudadas e interpretadas. A estatística, naturalmente, faz parte da análise (KERLINGER, 1980, p. 353).

A análise dos dados tem como premissa examinar, categorizar, classificar em tabelas ou, ao contrário, recombina as evidências, tendo em vista as proposições iniciais de um estudo (BARDIN, 2000). Os dados qualitativos (respostas às perguntas abertas) deverão ser interpretados e categorizados. Deve-se, porém, organizar uma fase de pré-análise para a organização da análise dos dados. Considera-se que esta fase tem por objetivo tornar operacionais e sistematizar as idéias iniciais, de maneira a conduzir um esquema da forma mais precisa possível, no desenvolvimento das operações prescritas, em um plano de análise. Esta fase pode ser classificada em três itens: a escolha dos documentos a serem submetidos para análise; a formulação das hipóteses e dos objetivos; a elaboração de indicadores que fundamentem a interpretação final (BARDIN, 2000).

Por se tratar de um estudo de caso múltiplo, a análise das evidências encontradas no mesmo estudo é o aspecto mais difícil deste tipo de projeto, sendo necessária uma estratégia previamente definida, a qual servirá de orientação durante o trabalho. Pode-se afirmar que existem dois caminhos para analisar um caso: o primeiro é seguir a seqüência de afirmações teóricas que conduzam ao estudo de caso, pois as mesmas tendem a definir o que será pesquisado, os dados a serem coletados e as perguntas a serem feitas. O segundo caminho desenvolve-se em um padrão prescritivo para organizar o estudo de caso, sendo que esse padrão permite a análise, a interpretação e a organização dos dados coletados (YIN, 2005).

São duas as estratégias a serem tomadas perante os dados coletados; tendo-se as proposições explicitadas, associar as mesmas aos dados ou desenvolver uma descrição de caso com proposições não-formuladas. Juntamente com essas, podem-se destacar três técnicas de análise dominantes: explicação-construção, em que são analisados os dados colhidos por meio da construção de uma explicação sobre o caso; associação-padrão, quando os padrões colhidos empiricamente comparam-se a um padrão previsto; análise de série temporal, que examina questões de relevância na pesquisa concomitantemente com a a relação dos eventos ao longo do tempo (YIN, 2005).

A análise do conteúdo torna-se um método apropriado quando o fenômeno a ser observado é a comunicação, e não um comportamento ou objetos físicos. Define-se como um método claro de comunicação a descrição objetiva, sistemática e quantitativa do conteúdo

efetivo. Mais uma vez, tais fatos incluem não somente a observação, mas também a análise. Elaboram-se, neste sentido, categorias mais analíticas para a classificação das unidades, e a comunicação torna-se decomposta de acordo com regras pré-fixadas. Essa técnica é bem empregada na análise de questões abertas, como será proposto neste trabalho – em que todas as entrevistas realizadas serão semi-estruturadas (MALHORTA, 2001).

Foram realizados, dentro da análise de conteúdo deste trabalho, três aspectos distintos de análise: a procura de padrões que procuram se adequar ao modelo de pesquisa (*pattern-matching*); a construção de uma explicação (*explanation building*) e a análise dos dados quantitativos obtidos (YIN, 2005).

A análise dos dados, quando ocorre uma entrevista semi-estruturada, é o processo de organização sistemático da transcrição de entrevistas, de notas de campo, análise documental e de outros materiais que foram sendo acumulados, visando aumentar a sua própria compreensão dos mesmos materiais e de lhe permitir apresentar, dentro da pesquisa, o que foi encontrado. Na análise dos dados da entrevista, procurou-se estabelecer articulações entre as informações coletadas nas mesmas e o referencial teórico do estudo, bem como da análise quantitativa dos dados estatísticos, respondendo-se, assim, às questões da investigação, com base nos objetivos propostos (YIN, 2005).

Dentro da análise dos dados quantitativos obtidos - dados estatísticos -, procedeu-se a uma análise de desempenho financeiro e de mercado das empresas estudadas. Foram apresentados os métodos mais utilizados para tal fim no mercado atualmente, conforme revisão de literatura. Após, foi realizada a análise dos resultados da governança corporativa nas empresas, via aplicação do questionário, no qual se analisaram as estratégias da empresa no que tange a abrir seu capital em governança corporativa, dentro dos parâmetros da nova economia institucional. Também, por meio do mesmo questionário, foram aplicadas questões de classificação com a utilização da escala Likert, de modo a verificar a opinião dos entrevistados sobre o nível de governança corporativa das empresas analisadas.

O objetivo do processo será o de juntar informações compreensivas, sistemáticas e profundas sobre o caso de interesse, a fim de analisar o trabalho de pesquisa proposto. Para haver uma junção com as informações adquiridas nas entrevistas, foram seguidas três etapas para trabalhar os dados coletados (MALHORTA, 2001):

- a) agrupar todos os dados e informações que possam ser reunidas sobre o caso;
- b) proceder a um registro do caso que visou organizar todos os dados de uma maneira compreensiva e que contenha as principais informações utilizadas na análise;
- c) dar um tratamento descritivo, analítico, interpretativo e avaliativo dos dados descritos.

A partir daí, três etapas distintas foram necessárias para validar e organizar os dados dos estudos de caso; cada caso foi calculado, analisado e apresentado individualmente pelo pesquisador. Em seguida, após foi realizada uma análise comparativa entre os modelos utilizados e suas diferenças numéricas; por último, foram analisados comparativamente os dados colhidos.

## **5 ANÁLISE GERAL DOS RESULTADOS**

O tema governança corporativa nunca esteve tão em voga quanto no momento atual. O bom momento vivido pelo mercado de capitais nacional, aliado ao amadurecimento da cultura corporativa, estão levando diversas empresas a estrear na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), ávidas por capitalização rápida e barata. A porta de entrada, na maior parte, é um dos três segmentos de governança corporativa, principalmente o cobiçado novo mercado (NM), com normas mais rígidas que os níveis 1 ou 2. A demanda criada superou as expectativas mais otimistas, tanto que a BOVESPA criou um índice só para essas empresas, o índice de governança corporativa (IGC).

### **5.1 ANÁLISE DE DESEMPENHO FINANCEIRO**

#### **5.1.1 Desempenho financeiro empresa Alpha**

Pertencente a um setor extremamente sensível às variações cambiais, bem como dependente de mão-de-obra de baixo valor agregado, a empresa Alpha apresentou bons resultados no período de 2003 a 2007. Segundo seu executivo de RI, a empresa compensou os resultados macroeconômicos aquém do esperado com melhores práticas de gestão, o que gerou vantagens competitivas que permitiram fechar o período com um aumento de 20% de *market share* no mercado nacional e mais de 17% no mercado externo.

Em 2007, em atendimento ao Regulamento de Listagem do Novo Mercado da BOVESPA, os acionistas-controladores efetuaram a venda de ações ordinárias. Em virtude de

tal negociação, os alienantes passaram a deter, direta e indiretamente, mais de 70,0% do capital social da empresa. Em função dessa alienação, o *free-float* da empresa passou a ser maior do que 20%. A seguir, apresenta-se a tabela com os principais indicadores financeiros da empresa no período 2003 a 2007:

Tabela 1 - Análise financeira da empresa Alpha

Indicadores Financeiros	Diferença 2003 - 2007 (%)*
Receita operacional líquida .....	9,0
-Receitas no Brasil .....	22,0
-Receitas de exportações e no exterior .....	8,0
Lucro bruto .....	4,0
Lucro Operacional antes do Resultado Financeiro.....	0,5
EBITDA .....	6,0
Lucro Líquido.....	1,0
Lucro por ação (LPA) .....	8,0
Retorno s/Capital Investido (ROIC).....	4,0
Retorno s/Patrimônio Líquido (ROE) .....	1,5
Patrimônio líquido .....	9,0
Resultado financeiro líquido .....	20
Margem Bruta .....	3,0
Margem líquida .....	1,0

\* Valores aproximados

Fonte: *site* de Relacionamento com Investidores da empresa Alpha

A receita líquida consolidada da empresa Alpha apresentou crescimento maior que 9,0% em relação a 2003, sendo que seus volumes fabricados e entregues cresceram mais de 10,0%. O lucro bruto obteve um crescimento em 2007 em relação a 2003, isto é, de mais de 5,0%. Segundo as informações relacionadas no *site* de Relação com Investidores da empresa, o aumento do lucro bruto é explicado pelo efeito combinado de um aumento no custo unitário produzido e redução no preço unitário, bem como um aumento no volume de vendas.

Segundo seu executivo de RI, a lucratividade no período poderia ter sido melhor, se não fosse o baixo desempenho no mercado externo, ocasionado por dois fatores. No mercado internacional, a marca da empresa é menos reconhecida e a logística não é tão forte quanto no mercado interno. Aliado a isso, as margens no mercado externo são menores. O segundo fator



é que tais margens ainda foram pressionadas pela desvalorização cambial, que nem sempre se conseguiu repassar de imediato, além da forte concorrência dos produtos asiáticos, impulsionados pelo real valorizado.

O EBITDA ajustado apresentou aumento maior que 6,0%, com margem EBITDA de mais de 27,0% em 2007. O EV/EBITDA alcançou mais de nove pontos em 2007. Houve também um crescimento de mais de 30,0%, com margem de 18,0% para 23,0%, explicado pela recuperação do *top line* (crescimento no faturamento e no volume), mantendo a tendência de crescente lucratividade, pelo crescimento verificado na margem bruta, EBITDA e líquida, segundo o *site* de Relação com Investidores da empresa.

### **5.1.2 Desempenho financeiro empresa Bravo**

O setor a que pertence a empresa Bravo apresentou excelentes resultados no período de 2003 a 2007. Com alta valorização na sua atividade-fim, a empresa Bravo pode pôr em prática sua estratégia crescimento via fusões e aquisições, incentivada pelo ótimo desempenho no seu IPO e no bom momento vivido no mercado de capitais.

O período estudado foi para a empresa de grande crescimento, tanto na expansão orgânica quanto por aquisições, além de um crescimento significativo na estrutura de capital, no sentido de melhor habilitar a empresa para enfrentar os momentos de oscilações no mercado de capitais e os desafios da expansão das demandas local e internacional, segundo seu executivo de RI.

No que tange ao crescimento orgânico, ressalta-se principalmente os investimentos na modernização das unidades industriais, ganhando capacidade produtiva e produtividade. Na estratégia de aquisições Bravo, foram adquiridas empresas tanto do setor afim da mesma como de áreas distintas, porém pertencentes ao mesmo mercado. Essa opção deu-se com o objetivo de diminuir a dependência da empresa em relação a poucos clientes, segundo seu executivo de RI e o *site* de Relacionamento com Investidores.

Em relação à estrutura de capital foi emitida uma quantia alta de bônus perpétuos, que, apesar do valor bastante significativo, não trouxe diluição de participação acionária para os acionistas da empresa. Com isso, segundo seu executivo de RI, a empresa entende que aumenta a sua eficiência da estrutura de capital, reduzindo o custo médio ponderado do capital (WACC), que, associado com o crescimento da empresa por meio de aquisições, deverá resultar em um valor econômico maior para os acionistas.

Tabela 2 - Análise financeira da empresa Bravo

Indicadores Financeiros	Diferença 2003 -2007 (%)*
Receita operacional líquida .....	70,0
-Receitas no Brasil .....	30,0
-Receitas de exportações e no exterior .....	4,5
Lucro bruto.....	8,5
Lucro Operacional antes do Resultado Financeiro .....	0,9
EBITDA .....	50,0
Lucro Líquido.....	8,0
Lucro por ação (LPA) .....	6,0
Retorno s/Capital Investido (ROIC).....	5,6
Retorno s/Patrimônio Líquido (ROE) .....	1,1
Patrimônio líquido.....	7,0
Resultado financeiro líquido .....	24,5
Margem Bruta	1,5
Margem líquida	0,6

\*Valores aproximados

Fonte: *site* de Relacionamento com Investidores da empresa Bravo

A receita líquida consolidada da empresa Bravo cresceu mais de 70,0%, refletindo os efeitos das ações tomadas ao longo dos últimos anos no Brasil do processo de aquisições, ambos viabilizados pelo importante apoio recebido de investidores, de capital e dívida, segundo seu executivo de RI.

O EBITDA, que no conceito da empresa é o resultado operacional recorrente não-afetado pela depreciação, amortização e resultados financeiros, apresentou crescimento maior que 50,0% no exercício de 2007 em relação ao de 2003, constituindo, segundo seu executivo de RI, a principal fonte de sustentação do processo de crescimento orgânico. O EV/EBITDA alcançou mais de 35 pontos.

As receitas financeiras no exercício de 2007 totalizaram um aumento superior a 50,0% em relação ao exercício de 2003. Esse resultado substancial, segundo o executivo de RI, é mais bem-explicado pela aplicação financeira dos recursos oriundos da emissão dos bônus perpétuos em 2007.

### 5.1.3 Desempenho financeiro empresa Charlie

Embora enfrentando os impactantes desafios impostos pela sobrevalorização do real, a empresa Charlie, na análise entre os períodos 2003 e 2007, voltou a registrar bons resultados econômicos e financeiros.

Segundo seu executivo de RI, a empresa entende que, em face do bom momento vivido pelo mercado internacional nos últimos dois anos, o exercício de 2007 foi melhor do que o planejado. Partindo de uma análise retrospectiva, relembra-se que os pressupostos sobre os quais se basearam as previsões iniciais, de outubro a novembro de 2006, eram de elevado crescimento da economia mundial, o que favoreceria as operações da empresa no exterior. Porém, não eram muito encorajadoras as previsões para o comportamento do câmbio, componente vital nos resultados da empresa. O mais importante seria a estabilidade na sua cotação, fator que facilitaria a precificação e o controle das margens nas exportações. Assim, pela significativa participação das exportações nas receitas da empresa, o câmbio continuaria sendo fonte de grande preocupação. De tal forma, na análise de mercado interno, a economia brasileira apresentaria desempenho pouco diferente da média dos últimos anos. Conjeturava-se, também, que eventuais aumentos nos custos dos insumos seriam outro obstáculo para atingir a rentabilidade pretendida, devido às limitadas possibilidades de transferência de tais aumentos para os preços finais dos produtos. Assim, a empresa via a possibilidade de resultados positivos em 2007 com “cauteloso otimismo”.

Nos últimos cinco anos, o crescimento da demanda interna e a conquista de novos mercados no exterior estimularam o surgimento de novos fabricantes, e o aumento na capacidade instalada dos fabricantes tradicionais contribuiu para o acirramento na competição por volume e *market share*.

Segundo seu executivo de RI, de um modo geral as receitas e resultados consolidados, apesar de apresentarem um aumento, continuaram prejudicados pelo real valorizado perante o dólar. O excesso de oferta de dólares impediu que em qualquer momento do período a cotação atingisse as taxas previstas. A continuidade na sobrevalorização do real, levou a empresa a adotar drásticas alterações na sua estratégia de manufatura, no período de 2003 a 2007. A tabela a seguir apresenta os indicadores considerados vitais na gestão e na análise do desempenho da empresa.

Tabela 3 - Análise financeira da empresa Charlie

Indicadores Financeiros	Diferença 2003 -2007 (%)*
Receita operacional líquida.....	21,0
-Receitas no Brasil.....	30,0
-Receitas de exportações e no exterior .....	9,0
Lucro bruto .....	10,0
Lucro Operacional antes do Resultado Financeiro .....	-0,6
EBITDA.....	11,0
Lucro Líquido .....	9,0
Lucro por ação (LPA).....	9,0
Retorno s/Capital Investido (ROIC) .....	5,6
Retorno s/Patrimônio Líquido (ROE).....	1,3
Patrimônio líquido .....	10,0
Resultado financeiro líquido.....	22,0
Margem Bruta.....	1,5
Margem líquida.....	0,7

\*Valores aproximados

Fonte: *site* de Relacionamento com Investidores da empresa Bravo

A receita líquida consolidada em 2007 foi maior do que 21,0%, acima do exercício de 2003. As vendas para o mercado interno geraram mais do que 30,0% de diferença positiva, representando 57,8% da receita líquida total. As exportações e os negócios no exterior apresentaram um aumento maior de 9,0% sobre 2003. Segundo dados da entrevista e do *site* de relacionamento com investidores da empresa, a valorização da moeda brasileira frente ao dólar no período continuou penalizando o desempenho da empresa no volume físico exportado, no valor nominal das receitas, nas margens e no desempenho geral.

O resultado financeiro líquido superou em 22,0% o de 2003. Na composição das receitas financeiras de 2007, cerca de 40,0% resultaram de variações cambiais sobre ativos e passivos denominados em moedas estrangeiras e em operações *forward* vinculadas às exportações. O restante originou-se de rendimentos das aplicações financeiras. O EBITDA (ajustado) representou 10,0 e 11,0% da receita líquida, respectivamente. Os números foram ajustados segundo o entendimento da empresa, conforme seu *site* de Relacionamento com Investidores, para “contornar as deficiências da metodologia tradicional, que não reflete adequadamente os resultados das atividades operacionais em economias com alta volatilidade do câmbio e,

principalmente, em empresas com significativa parcela das receitas oriundas de exportações e negócios no exterior.” O lucro líquido de 2007 obteve um crescimento de 9,5% sobre 2003. O resultado significa um retorno de 15,6% sobre o capital médio do exercício *versus* 21,2% registrados no exercício de 2003. A empresa possui ainda um EV/EBITDA no último período acima dos 12 pontos, sendo que apresentou um crescimento maior que 25% sobre 2003.

A remuneração bruta atingiu um valor aproximado de R\$ 0,4053 por ação. O valor total distribuído equivale a mais de 50,0% do lucro líquido do exercício e significa um crescimento maior que 40,0% sobre os valores distribuídos no exercício de 2003. A liquidez dos papéis da empresa vem crescendo exponencialmente nos últimos cinco exercícios. Em 2007, houve um crescimento de mais 150,0% sobre o realizado em 2003. Foram transacionados mais de 50,0% das ações representativas do capital social e aproximadamente 80,0% do *free float*.

## 5.2 ANÁLISE DAS ENTREVISTAS

Além das 26 empresas que já realizaram ofertas na BOVESPA desde o início de 2007, outras 21 solicitaram à Comissão de Valores Mobiliários (CVM) autorização para abrir seu capital, todas elas inserida no sistema de governança corporativa da BOVESPA. Estão em preparação para seus IPOs os bancos Paraná, Cruzeiro do Sul e Matone, além de WTorre e da Helbor Empreendimentos. Recentemente protocolaram pedidos na entidade a Tegma Gestão Logística, Redecard, Alliance Shoppings Centers, Hering, Empresa Providência Indústria e Comércio, Banco Daycoval e PPE Fios Esmaltados. Em 2007, as empresas levantaram R\$ 18,3 bilhões com este tipo de operação, sendo que 21 foram ofertas públicas iniciais (IPOs), segundo informações da BOVESPA. O movimento é acompanhado por um forte desempenho do principal indicador da bolsa paulista, que acumula valorização de mais de 12% em 2007 e encontra-se hoje batendo todos os recordes históricos. As ofertas têm contado com forte participação de investidores estrangeiros, responsáveis por 74,5% do volume comprado no ano passado, frente aos 67% de 2006.

### 5.2.1 Fatores motivacionais para a implementação da governança corporativa

As empresas optantes pelas boas práticas de governança corporativa adotam como premissas a transparência, a prestação de contas (*accountability*) e a equidade. Para que essa tríade mostre-se eficaz, é necessário que o conselho de administração (representante dos proprietários do capital, ou seja, os principais *stakeholders* da empresa) exerça seu papel na organização, o qual consiste em estabelecer estratégias para a empresa, fiscalizar e avaliar o desempenho da gestão e escolher a auditoria independente.

O momento da abertura de capital da empresa Alpha, bem como da implantação da sua governança corporativa, deram-se em um momento de transição, tanto em relação aos conflitos de agência da empresa quanto da situação macroeconômica do País. De controle e administração exclusivamente familiar e controle acionário definido e altamente concentrado, com acionistas minoritários passivos e conselhos de administração sem poder decisório, a empresa passou para uma nova estrutura, marcada pela participação de investidores institucionais, fragmentação do controle acionário e pelo foco na eficiência econômica e transparência de gestão. Os motivos externos levantados para a adoção da governança corporativa aqui citados deveram-se a vários fatores, tanto pelo executivo de RI da empresa quanto pelos analistas de mercado entrevistados, que são os seguintes:

- a) o movimento internacional de fusões e aquisições;
- b) o impacto da globalização;
- c) a mudança econômica brasileira, para um cenário de moeda forte e baixa índice inflacionário;
- d) as necessidades de financiamento e, conseqüentemente, o custo do capital;
- e) a intensificação dos investimentos de fundos de pensão;
- f) a postura mais ativa de atuação dos investidores institucionais nacionais e internacionais;
- g) ao melhor desempenho no mercado acionário.

A empresa Bravo necessitava ampliar seu porte por dois fatores primordiais, segundo seu executivo de RI. Um era a extrema dependência de poucos clientes e o outro, a constante necessidade de investimento em tecnologia que o mercado onde está inserida demanda. A partir daí, a estratégia definida foi de ampliar seu tamanho e sua estrutura de P&D por meio de aquisições. Para alavancar capital para a implantação dessas estratégias, a empresa começou a preparação para seu IPO, sendo que o primeiro passo foi a inserção da governança

corporativa na empresa.

A busca por um melhor desempenho das ações tornou-se, segundo o executivo de RI da Charlie, o fator preponderante para a adoção da governança corporativa na empresa. Os outros motivos citados tiveram significativa influência, mas, aliados à necessidade de capital de investimento para fazer frente a novos *players* globais, a injeção direta do dinheiro provindo da Bolsa determinou de forma preponderante a implementação da governança corporativa na firma. Esta opinião é corroborada pelos três grupos entrevistados.

No caso da Charlie, no momento da formação da estratégia de governança corporativa, a empresa era controlada por quatro acionistas e tinha familiares na administração. Com o crescimento das exportações, foi necessário capital para consolidar esse maior faturamento. Em uma reunião de consultores externos com os controladores e os principais minoritários, foi exposto à empresa que haveria dinheiro no mercado se optassem por colocar a empresa na governança corporativa da BOVESPA, relata o executivo de RI da Charlie.

### **5.2.2 Vantagens e desvantagens da adoção da governança corporativa**

As vantagens em implementar a governança corporativa, em um período de formação da estratégia, foram a boa visibilidade perante o mercado de capitais - fato este de concordância principalmente entre analistas de mercado -; a boa imagem corporativa diante dos investidores e compradores internacionais e como um fator comportamental, uma boa reflexão sobre os conflitos de agência existentes da própria família controladora entre si, e a mesma em relação aos acionistas minoritários. O maior valor deste fato, visto pelo executivo de RI da Charlie, foi que cada sócio conseguiu, após a implementação, saber exatamente o seu valor societário da empresa, eliminando grande parte das divergências em relação patrimônio, divisão dos lucros e participação de uma segunda geração de familiares no controle da empresa. Esta opinião também é corroborada pelo Werner Bornholdt, que vê na implantação da governança corporativa uma maneira clara de todos os *stakeholders* envolvidos enxergarem com clareza o valor e a situação da empresa perante o mercado, de forma mais física e menos emocional. O fator de a questão sucessória ter ficado mais clara foi citado como de significativa importância na melhora de alinhamento entre todos os *stakeholders* da empresa, desde os controladores até a gerência intermediária. A divisão implícita de controle por membros da família era de extrema preocupação entre os níveis gerenciais da empresa

Alpha, sendo que as constantes dissensões em reuniões do Conselho eram de conhecimento geral dos colaboradores da empresa. Perante o mercado, estas conflitos também originavam um grande desconforto, principalmente em se tratando de questões de investimentos a médio e longo prazos na empresa. Havia, antes do processo de implementação da governança corporativa na empresa sérias dúvidas se a mesma sobreviveria a um processo sucessório para a segunda geração de controladores familiares, conforme os analistas de mercado entrevistados. O questionário corrobora tal fato, sendo que 100% dos entrevistados analisaram como fator 5 (grau de máxima importância) que um dos atributos da governança corporativa é reduzir a incerteza tanto do mercado quanto da sociedade perante o processo de sucessão.

No que tange às desvantagens levadas em conta no processo de adoção da governança corporativa encontram-se a fragilidade adquirida no processo de formação da estratégia, haja vista que a mesma tem a necessidade de se tornar transparente frente à sociedade, investidores, compradores e concorrentes. Porém, apenas com a transparência das informações é que os investidores serão informados corretamente sobre a situação da empresa em que investirá e, posteriormente, poderá defender seus direitos e terá uma maior garantia de que as decisões serão tomadas no seu melhor interesse. Por outro lado ocasionará um viés de vantagem, sendo que isso proporcionará uma redução no custo de capital da empresa e uma automática valorização de seus papéis, segundo o Werner Bornholdt. Do mesmo ângulo da formação da estratégia, a governança corporativa tem tornando mais lento o processo, dificultando em muitos casos ações mais imediatas ou de caráter-“surpresa”, como um lançamento mais arrojado (que tenha um grau de investimento e fabricação mais dispendiosos, principalmente), segundo os dois analistas do BACEN.

O custo implícito como o destacado pelos analistas do BACEN, da demora na tomada de decisões, é citado também pelos analistas de mercado de uma forma geral. Segundo Ricardo Russowski, apesar de esse ser considerado um custo alto, o mesmo é compensado pelas vantagens advindas da governança para a empresa:

No fundo o que eu poderia citar como desvantagem é o custo da governança, porque custa ser transparente, mas é um custo que vale a pena. Na minha opinião, tem um custo alto, mas seria um custo que vale a pena ser pago. Eu acho que a vantagem da governança vale todo esse custo. A questão da concorrência me fez pensar, mas nem sempre a governança tem esse enfoque. Às vezes, a empresa até consegue preservar a estratégia competitiva ou a estratégia de negócio, mesmo tendo governança. Eu penso que a governança é isso, é uma transparência, que é importante para todos mostrar transparência, se quer que alguma estratégia de negócio não seja tornada pública não quer dizer que vai deixar de ser transparente por causa disso.



Os custos de demora na tomada de decisão unem-se aos custos provindos de uma maior estrutura de gestão da empresa. A publicação dos dados rotineiramente na imprensa, a estruturação de um departamento de RI e a alocação de novos funcionários, principalmente para o setor financeiro estão entre os citados pelos três executivos de RI entrevistados. O executivo da empresa Bravo diz que, ainda que a mesma anteriormente não possuísse um conselho fiscal, o que é obrigatório, acarretou ainda mais esses custos à empresa. Pode corroborar com isso a observação feita pelo Werner Bornholdt:

O que a maioria das empresas comenta é que cumprir as normativas da governança corporativa ditadas envolve despesas. E, sim, implementar práticas internas de auditoria custa dinheiro para uma empresa que nunca as adotou. Colocar isso em prática pode exigir mais pessoal, mais trabalho - às vezes, terceirização - para definir a melhor metodologia que se adapte às novas diretrizes.

A empresa Charlie encontrou na governança corporativa vantagens e desvantagens de forma inversa. A descentralização do poder foi considerada muito boa por todos os níveis de *stakeholders* gerenciais, principalmente pela diretoria executiva, que teve maior liberdade de ação frente ao controle familiar, apesar da rigidez das políticas de transparência em vigor. Para os acionistas principais, essa nova visão gerou, em um primeiro momento, uma sensação de perda de comando e autoridade, que, em um plano estratégico, poderia ser prejudicial à empresa. De tal forma, encontrou vantagens na segurança dada perante o fator sucessão, como analisa seu executivo de RI “[...] a empresa ganhou ainda mais tranqüilidade para viver além de seus fundadores.” De uma forma geral, tal fato é confirmado pelos membros do setor público entrevistados e pelos analistas de mercado.

### **5.2.3 O processo de formação da estratégia na adoção da governança corporativa**

A estratégia planejada para a implantação da governança corporativa pela empresa sofreu diversas alterações, desde a idéia inicial até a sua total implantação. Os principais fatores apontados foram de ordem externa à empresa, como a conjuntura macroeconômica, principalmente a relação da paridade real/dólar, a oferta de outros estados da federação para a construção de uma nova planta produtiva e as incertezas de consumo do mercado americano. Tais fatores foram analisados sob o enfoque de que, se a empresa tivesse de ter uma mudança estratégica muito brusca, o “engessamento” da mesma por causa da governança corporativa

poderia atrapalhar. No caso, por vir de uma administração familiar centralizadora, as decisões estratégicas possuíam um caráter emergente muito forte.

Uma outra mudança estratégica da Alpha foi relativa ao fato de que a mesma, apesar da governança corporativa, ter passado a idéia de ser pouco transparente. "Ter capital aberto quer dizer ter de dar satisfação aos sócios e aos analistas, que passam a acompanhar a empresa mais de perto", conforme um dos analistas do Banco Central entrevistados. "Quem não faz isso é penalizado." Segundo os analistas, foi a falta de uma aparência mais transparente que prejudicou a Alpha. A empresa passou informações incompletas quando ofereceu suas ações. "Isso minou a confiança dos investidores", disse um dos analistas. O resultado é que as ações chegaram a cair mais de 40% desde o lançamento, enquanto o índice BOVESPA subiu 9%. A situação mudou com a vinda de um novo executivo de RI, com larga experiência no mercado financeiro. Após este fato, as ações da empresa no último período subiram quase 10%, enquanto o IBOVESPA ficou em aproximadamente 1,5% (BOVESPA).

Não foram utilizados indicadores para a verificação se a estratégia de governança corporativa teve ou não sucesso por ela mesma em nenhuma das empresas estudadas. Apenas o desempenho das ações foi verificado como um bom ou mau indicador do caminho que se estava tomando. O analista de mercado Fernando Wallau destacou que a criação de liquidez patrimonial é fator positivo para verificar o andamento do processo de governança corporativa em relação ao desempenho das empresas. Rodrigues (1999) cita a criação de liquidez para o patrimônio dos acionistas controladores e minoritários como uma vantagem.

#### **5.2.4 O processo de profissionalização da empresa via governança corporativa**

O processo de formação da estratégia iniciou-se na empresa Alpha com pouca formalidade, conforme seu executivo de RI. Porém, a adoção da governança corporativa começou a caracterizar justamente um maior formalismo na empresa, com planejamentos estruturados e objetivos centrais estáveis. As estratégias da Alpha no atual momento podem ser vistas como estratégias emergentes que estariam se transformando gradualmente em deliberadas (MINTZBERG, 1987).

Nos três casos estudados, a governança corporativa influenciou especificamente na profissionalização das empresas. A abertura das informações da empresa ao mercado levou à necessidade da profissionalização da estrutura de comando, em uma busca pela maximização

da transparência e efetividade na produção de relatórios gerenciais mais completos. No caso da empresa Charlie, houve um movimento natural de substituição de membros da família na diretoria ou em postos de comando por profissionais especializados, escolhidos, principalmente, pela sua capacidade de gerenciamento técnico. No caso específico desta empresa, era necessária a opção por profissionais mais alinhados ao mercado de capitais do que com o segmento das mesmas, haja vista que o objetivo principal naquele momento era capitalizar a empresa de forma urgente, com intuito de aproveitar o momento propício do mercado internacional. Esta capitalização visava principalmente à busca por aquisições e *joint ventures* no exterior. Segundo seu executivo de RI, a estratégia foi, analisando sob os parâmetros atuais, extremamente correta, uma vez que a empresa conseguiu, de forma concreta, consolidar a sua internacionalização. Este mesmo respondeu, na questão 21, que o primeiro fator de importância para a implantação do processo de governança corporativa foi a aquisição de outras empresas ou novos negócios. Foi salientado que a governança corporativa constitui-se um fator secundário, sendo que o primeiro motivo era um melhor posicionamento no momento do IPO da empresa. Foram dois os classificados como segundos motivos para a implantação da governança corporativa, que, na realidade, corroboram o primeiro: fontes de financiamento mais acessíveis e crescimento da empresa.

Segundo os *stakeholders* secundários, pode-se observar uma melhora na profissionalização da empresa, não segundo o desempenho (em virtude de outros fatores terem de ser analisados em conjunto), mas, sim, pela melhor capacidade técnica dos relatórios enviados ao mercado, a maior clareza das informações em relação ao rumo futuro da empresa e maior segurança frente ao processo sucessório. Pode-se relacionar este fato com a questão 23 do questionário 2, no qual todos os entrevistados responderam que o terceiro fator de maior importância foi a mudança na estrutura de propriedade ou capital (sendo este precedido apenas pelas fontes de financiamento mais acessíveis e melhor desempenho no mercado acionário).

Apesar de destacar que o grau de profissionalização possa representar um indicativo de relevância que a governança corporativa tenha tido para a empresa, nem sempre um baixo índice de profissionalização significa que a mesma não possuía um elevado grau de eficiência. Os resultados posteriores ao processo de implantação podem mostrar tão-somente que determinadas práticas não eram formalizadas ou que a natureza da empresa a fez ter práticas informais ou não-existentes em vários aspectos. Adicionalmente, um menor grau de formalização hierárquica não significa que a empresa é mais desorientada estrategicamente do que aquelas que possuem um nível de formalização maior. Em situações nas quais o ambiente está mais instável que o normal, as estratégias e estruturas mais formais podem representar

uma camisa-de-força para a organização, impedindo-a de se adaptar com maior agilidade às mudanças que ocorrem (MINTZBERG; WATERS, 1985).

Segundo o executivo da empresa Charlie, a governança corporativa trouxe maior tranquilidade ao ambiente da empresa, pois a maior transparência das informações (providas dessa maior profissionalização) diminuiu, entre os funcionários, o clima de insegurança devido às constantes divergências entre as famílias controladoras. Apesar do foco da governança corporativa não ter sido predominantemente esse, a mesma influenciou de forma decisiva na melhor colocação administrativa que a empresa teve nos últimos anos, tanto perante o mercado e a sociedade quanto diante de seus profissionais. Também tem esta opinião o analista do BACEN, ou seja, que a governança corporativa sempre que aplicada de forma séria e constante melhora significativamente a imagem da empresa frente ao mercado e à sociedade.

Um dos analistas do BACEN comenta que, no caso específico de empresas familiares, como as do objeto deste estudo, pensa-se primeiramente na presença da família em todos os cargos-chave da organização, bem como da influência das questões familiares na administração no negócio. Torna-se fato que, em muitos casos, as empresas familiares são uma extensão da família, em vários aspectos – cultura, valores, princípios, relações e conflitos de poder, entre outros. No entanto, nota-se também que as empresas familiares podem e atualmente estão apresentando índices de eficiência e competitividade comparáveis aos de qualquer empresa não-familiar ou até multinacionais. A organização profissional de uma empresa familiar não é em si a razão primordial do seu sucesso ou fracasso. É a trilogia formada pelo modelo estratégico, forma de condução da gestão e a capacidade de aplicá-los e implantá-los eficazmente transformando em ação e resultados, segundo Werner Bornholdt. Esse fato indefere de a empresa ter adotado o sistema de governança corporativa ou não. De tal forma, não há como se analisar isoladamente se isso acompanha o desempenho financeiro da empresa ou não.

Normalmente, quando empresas familiares são formadas, elas são muito empreendedoras e seu fundador está focado não apenas no lucro operacional do negócio, mas também reconhece a necessidade de utilizar seu capital o da maneira mais eficiente possível. Durante esse estágio inicial da existência de uma empresa familiar, o fundador exerce forte controle sobre todos os aspectos da firma, com grande parte das decisões sendo tomadas de forma unilateral (MINTZBERG, 2001). Um maior tempo (e planejamento) sobre a tomada de decisões também contribuiu para um desempenho financeiro melhor na Alpha, tanto no aspecto gerencial quanto no desempenho de mercado, comenta o executivo de RI da empresa.

A entrada de novos profissionais em cargos de executivos e de gestão diminuiu a tomada de decisão de forma empreendedora, em que a formação da estratégia era vista como um processo visionário, intuitivo e altamente deliberado, tomada pela cabeça de um líder forte (MINTZBERG, 2001).

O executivo de RI da empresa Bravo observou que as novas exigências do mercado, decorrentes do crescimento e da profissionalização da empresa, obrigaram a mesma a repensar seu modelo de gestão. A empresa aumentou sua produção, ampliou seu *market share*, alavancou seus negócios com aquisições de outras empresas e, com isso, precisou remodelar seus processos e rever seu quadro de funcionários, já que a estrutura e o formato de condução da gestão não suportavam mais seu crescimento. Tal fato ocorreu durante o processo de implantação da governança corporativa e depois do mesmo, pois, com o crescimento provindo da maior entrada de capitais na firma, o ritmo da profissionalização da mesma continuou. Aqui, observa-se que o processo de implantação da governança corporativa foi uma consequência e não um meio, também não podendo distinguir o mesmo da capacidade de avaliar o comportamento financeiro da mesma.

### **5.2.5 Conselhos de administração**

Em grande parte dos casos das empresas brasileiras, os acionistas majoritários continuam detentores do poder de decisão unilateral, mesmo com os processos avançados de governança e o capital aberto, de acordo com Frederico Vontobel:

Eu acho que no Brasil a tendência é as ações irem para o Novo Mercado só por ordinária, com direito a voto. Isso é uma tendência, nos Estados Unidos é assim, as pessoas preferem pagar mais por uma ordinária do que por uma preferencial. Eu acho que qualquer um tem o direito a ser respeitado pelo controlador. É uma questão de amadurecimento mesmo, não misturar as coisas, o gestor ou controlador têm que saber que a empresa é de todos e não de alguns que queiram estar se beneficiando do poder que tem em detrimento dos outros.

Segundo ambos os analistas do BACEN e da literatura consultada sobre o tema (LA PORTA *et al.*, 1999, LODI, 2000, MARTINS; RODRIGUES, 2005), grande parte dos conselhos de administração profissionais é criada durante o processo de adoção da governança corporativa, sendo que nos primeiros momentos há uma dificuldade de alinhamento entre os mesmos. Tem-se também a impressão de que os conselhos profissionais têm um custo elevado para a empresa,

tanto pelos valores cobrados pelos conselheiros quanto pela demora que a consulta dos mesmos acarreta para o processo de tomada de decisão, de acordo com Ricardo Russowski:

Em princípio o conselho serve, evidentemente, para gerar mais segurança ao investidor e a tomada de decisão serve para ficar mais transparente. Por outro lado, a gente deve olhar o seguinte: o conselho pode, primeiro, gerar mais custo para a empresa; segundo, demorar a decidir, tornar a gestão mais demorada. Porém, conselhos de administração formados por conselheiros experientes com respeitabilidade no mercado, ratificam as decisões tomadas pela empresa perante o mercado de forma mais incisiva.

### **5.2.6 Os acionistas minoritários e o alinhamento com a gestão**

Neste ponto cabe fazer uma ressalva, no que diz respeito à definição de acionista minoritário. Para a BOVESPA (2008), acionista minoritário é todo aquele que possui direito a voto, cujo total não lhe permite participar do controle da empresa. Porém, existem os fundos de investimentos, que compram partes pequenas das empresas como investimento de longo prazo (interessados tanto no desempenho de gestão quanto nas informações não-financeiras) e o investidor pessoa física, que opera basicamente no curto prazo e usa como técnica de avaliação principalmente a análise técnica e a fundamentalista. Estas afirmativas corroboram Caprio e Levine (2002), para quem o conselho de administração das empresas, na grande maioria das vezes, não representa os interesses dos acionistas minoritários. Os conselhos de administração, sobretudo no Brasil, são dominados hoje pelos gestores ou acionistas majoritários. Em grande parte dos casos, os direitos de voto acabam não sendo tão efetivos, pelo fato de os gestores terem grande poder discricionário sobre o fluxo de informações. Segundo Freeman e Reed (1983), no processo de formação da estratégia, todos os *stakeholders* deveriam ser compreendidos em sentido amplo, abrangendo todos aqueles que podem influenciar a consecução dos objetivos da empresa, ou aqueles que são influenciados pela consecução de tais objetivos. Sendo assim, as estratégias deveriam levar em conta todos esses *stakeholders*, que precisariam ser aproximados da gestão organizacional, com participação em discussões sobre decisões estratégicas de governança corporativa. Conforme as respostas dadas ao questionário qualitativo, 100% dos entrevistados responderam com grau de importância 5 que entre as proteções dadas aos acionistas minoritários objetivam demonstrar claramente as decisões estratégicas da empresa.

A entrada dos acionistas minoritários pouco influenciou no processo de formação de estratégia da empresa. Este fato dá-se pela pouca maturidade, tanto do mercado acionário brasileiro quanto dos acionistas e investidores minoritários, segundo um dos analistas do BACEN e do executivo da empresa Bravo. Segundo Fernando Wallau, os investidores pessoa física, hoje, estão prioritariamente preocupados com o desempenho das empresas apenas no mercado acionário, desconsiderando o caráter de gestão da empresa como um todo. Frederico Vontobel também concorda nesse aspecto, diz:

Eu diria que hoje o mercado está muito mais para a análise técnica e não está vendo o que está comprando. A evolução é a análise fundamentalista, que de certa forma a análise técnica não tira nada de qualitativo, na minha opinião. A análise fundamentalista já consegue tirar um pouco do qualitativo, embora com esse qualitativo consegue ver um pouco de qualidade, que reflete nas duas. E a fundamentalista com a análise qualitativa para nós é o melhor, a gente considera.

Os três profissionais de RI entrevistados foram unânimes ao afirmar que o relacionamento dos executivos com os acionistas minoritários muda de forma vertiginosa, dedicando muito mais tempo aos investidores e a reuniões com analistas do que faziam anteriormente. É importante observar que se fala de todos os executivos da empresa, e não somente dos de RI, que além destas ocupações, ajustam bastante do seu tempo às conferências com os acionistas e analistas de mercado. Em sua opinião, os executivos das empresas destacam que com frequência após a governança corporativa e a abertura de capital de suas empresas o desafio profissional ficou maior. Há maior responsabilidade, não só pelo seu setor, mas também pelo desempenho de mercado da empresa. Outro fator é de que a empresa, ficando mais exposta (devido à maior transparência exigida), o trabalho dos executivos é ostensivamente monitorado. O cumprimento de metas e a meritocracia tornam-se bastante grandes, pois toda notícia e, principalmente, a divulgação de resultados é acompanhada de perto por investidores, analistas de bancos e de corretoras. É também unânime entre esses executivos que, após a implantação da governança corporativa, os antigos controladores passam a ter menos influência sobre a empresa, mesmo permanecendo no cargo de presidente.

Esta menor influência do presidente da empresa em um primeiro momento dificulta o alinhamento entre o mesmo e os demais *stakeholders*, principalmente os altos executivos. Estes devem se preocupar em maximizar o valor e o crescimento da empresa a todos os acionistas, e não somente ao majoritário, gerando dois tipos de conflito (JENSEN; MECLKING, 1976). O primeiro caso é de que a entrada de acionistas minoritários na empresa gera um aumento de pressão por resultados rápidos e de maior risco, de acordo com

dois executivos de RI entrevistados, ao passo que o presidente/fundador ou herdeiro confere à sua visão estratégica um crescimento da empresa maior ao longo prazo, com investimentos de risco ponderado. Há aqui a diferença citada por Simon (1991) entre o crescimento da empresa *versus* o crescimento da lucratividade (sobretudo de curto prazo), na visão do acionista majoritário. Para Willianson (1996), os acionistas que têm portfólios diversificados não são avessos a uma postura de maior risco por parte dos executivos, ao passo que proprietários, com uma parcela significativa de seu patrimônio em uma única empresa, tendem a propor estratégias corporativas de baixo risco. Hall (1984) observa que os administradores tendem a evitar as decisões de alto risco.

Segundo Demsetz (1967), esta diferença entre a visão do comportamento dos direitos de propriedade de acionistas majoritários *versus* os minoritários causa efeitos em termos de utilização e alocação de recursos. Esses direitos devem ser vistos como instrumentos da sociedade, cuja principal função é ajudar os agentes econômicos a manter suas expectativas, bem como formular suas estratégias enquanto se negocia com os outros. Nesse caso, interpõe-se a governança corporativa como forma de proteger os interesses dos acionistas minoritários.

Entre os *stakeholders* de uma forma geral, a governança corporativa melhora o processo de alinhamento, sobremaneira entre a empresa e os *stakeholders* secundários. A maior transparência e o maior fluxo de informações “... torna o processo mais simples, e por conseqüência, menos desgastante”, segundo um dos analistas do BACEN. Esta melhora também é notada no caso da relação da empresa com os acionistas minoritários, segundo Frederico Vontobel. Corrobora o fato de que na pesquisa quantitativa, 88,88% dos respondentes atribuíram grau de importância 4 “diminuir os conflitos entre *stakeholders* internos e externos” com 77,77% atribuindo grau de presença 4.

### **5.2.7 Divulgação de informações**

A pergunta 12 do questionário 2 (*stakeholders* secundários) foi considerada de fundamental importância por todos os entrevistados. A mesma contempla a divulgação de informações não-financeiras para a análise de compra das ações. As informações não-financeiras compreendem os quadros analíticos suplementares, as tabelas, informações entre parênteses, parecer dos auditores, relatório de administração e notas explicativas, bem como todas as informações referentes à estratégia e à gestão que a empresa possa divulgar para o



mercado. As necessidades de informações dos investidores encontram-se principalmente nas demonstrações financeiras. No entanto, tais necessidades só são completamente satisfeitas por informações não-financeiras (BRETON; TAFFLER, 2001).

Este fato contrapõe-se às observações anteriores, ou seja, de que uma das dificuldades causadas à empresa pela governança corporativa é o fato de as informações estratégicas tornarem-se públicas. A governança corporativa, neste caso, influencia decisivamente este aspecto, haja vista que, atualmente, tanto investidores pequenos quanto institucionais têm buscado saber o máximo possível sobre a forma de gestão e a condução estratégica da empresa para fazer seus investimentos, segundo afirmativa de Frederico Vontobel. O mesmo comenta que em mercados mais maduros, como o americano e o inglês, uma parcela cada vez maior de analistas baseia suas recomendações de investimento em informações não-financeiras. Segundo dados de uma pesquisa com analistas de mercado ingleses, a qualidade da gestão (que mensurasse como uma informação não-financeira) encontra-se como o fator mais relevante na decisão de investimento, não contando, no caso, a análise de ações), conforme mostra o gráfico a seguir:

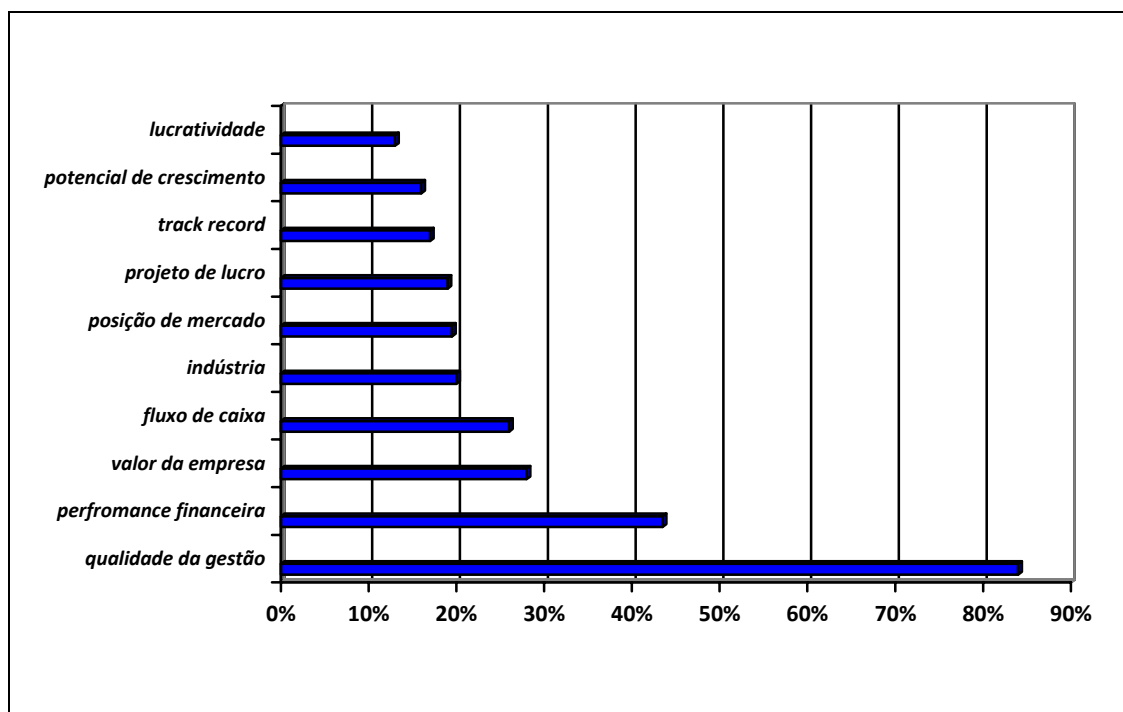


Figura 8 - Aspectos de relevância na decisão de investimento de acionistas britânicos

Fonte: Ipsos Mori (2008)

De uma forma geral entre todos os entrevistados, a pergunta referente aos investimentos e divulgação dos ativos intangíveis das empresas foi pouco comentada. O entrevistador tentou comentá-la um pouco mais, falando sobre capital intelectual, humano, organizacional e de informação, mas, de uma maneira geral, as respostas sobre o tema foram superficiais. Tal fato pode ser corroborado na análise estatística, na qual na pergunta 3 (entre as prerrogativas de transparência da empresa (*disclosure*) encontram-se: no item 3: "informar sobre os ativos intangíveis da empresa", 100% dos entrevistados atribuíram grau de importância 1 a este ponto do questionário. Um único fato a ser comentado foi a observação do Ricardo Russowski a respeito da nova lei do fluxo de caixa, em que se tentará expor os ativos intangíveis das empresas de forma mais clara e precisa, mas não se observou nada que pudesse contribuir para o presente estudo.

Não foram obtidas dos *stakeholders* secundários respostas mais claras sobre a importância dos ativos intangíveis das empresas, sendo que os entrevistados revelaram na pergunta seguinte que valor da marca, *market share*, propriedade intelectual entre outras representam fatores atrativos no momento de compra de uma ação. Foi citado por um analista do BACEN e dois analistas de mercados exemplos de empresas americanas, como a Nike, por exemplo, em que o valor dos seus intangíveis supera o dos tangíveis. É bem ilustrativo o caso da Coca-Cola. Conforme pesquisa da Interbrands (1999), 96% do valor de mercado da desta refere-se a ativos intangíveis, como reputação, conhecimento e marca (sendo esta última considerada a mais valiosa do mundo). A mesma pesquisa estima que os ativos intangíveis representam 84% da American Express e 83% da IBM (GRAYSON; HODGES, 2002). Conforme dados do Federal Reserve (2008), a composição do valor de mercado das empresas americanas em 2007 foi representada por 26% de ativos tangíveis e 74% de ativos intangíveis.

Para a empresa Charlie, os ativos intangíveis são constantemente aperfeiçoados ao longo dos anos, sendo hoje considerados vantagens competitivas importantes. O capital humano da empresa detém habilidades técnicas e experiência que, conjugadas, constituem um diferencial competitivo importante em um setor que ainda emprega técnicas artesanais e caracteriza-se pelo uso intensivo de mão-de-obra. Os processos tecnológicos de manufatura desenvolvidos internamente são únicos no setor de atuação da Charlie e complementam as vantagens da eficiência e dos custos de manufatura. Tais fatores, aliados ao valor da marca, embora não únicos, têm um valor econômico de difícil mensuração, não sendo registrados nos ativos da empresa.

### 5.2.8 Posicionamento da empresa e transparência

De acordo com Simon (1991), em determinados casos o crescimento da firma gera maior satisfação que a maximização dos lucros. O executivo de RI da empresa Alpha observou que o laço afetivo entre o fundador da empresa com a mesma sobrepõe muitas vezes os critérios técnicos para as deliberações estratégicas programadas pela diretoria. Não há como isto ser explícito nas divulgações não-financeiras da empresa, mas tais tipos de sentimentos são observados e avaliados pelo mercado, conforme um dos analistas do BACEN. Segundo Ricardo Russowski, nesses casos é que se fundamentam a importância dos Conselhos de Administração formados por respeitáveis profissionais de mercado. Mesmo não tendo conhecimento específico sobre a competência essencial da empresa, os tais profissionais podem assessorar de forma comportamental os principais executivos, incluindo-se aí os acionistas majoritários. No caso da empresa Charlie, foi observado por seu executivo de RI que a confiança para colocar a empresa em maior crescimento aconteceu após a maior profissionalização dos executivos. Na Bravo, a visão do acionista principal provém de que o crescimento da mesma é indispensável à sua sobrevivência (pelo menos no médio prazo), em virtude de ser dependente de um único cliente em aproximadamente 50% do seu faturamento. Neste caso, em que o crescimento da empresa no curto prazo é mais importante para gerar lucratividade no futuro, não só o presidente, mas todos os *stakeholders* envolvidos corroboram com tal estratégia. Segundo o executivo de RI da empresa Bravo, que já participou de situações de abertura de capital em outras empresas, fica difícil analisar a questão crescimento *versus* lucratividade sob um único aspecto, que é a decisão do principal acionista. Em sua opinião, as personalidades dos presidentes de empresas são muito distintas, e as decisões envolvem fatores pessoais diversos. Esta afirmação vem ao encontro da de North (1991), que ressalta que as pessoas têm motivações profundas e decidem baseadas em modelos mentais muito pessoais e subjetivos, o que explicaria, por exemplo, o sacrifício da vida em prol de uma causa. De tal forma, este executivo assegura que os mecanismos de governança corporativa atuam de modo a reduzir esta incerteza, da tomada de decisão baseada em critérios excessivamente pessoais.

Por se tratar de uma premissa básica da governança corporativa, a transparência, sobretudo no fluxo de informações, foi observado como um dos pontos de maior mudança após a implementação do processo. As próprias informações disponibilizadas nos *sites*, a inserção de um executivo de RI nas empresas, bem como o maior diálogo com o mercado,

atestam este melhor fluxo de informações. Porém, foi unânime entre os entrevistados que esta maior disponibilização de informações não contribuiu para a maximização dos lucros da empresa. A única observação mais específica foi feita por um dos analistas do BACEN, de que quanto mais o mercado perceber a “boa vontade” em disponibilizar informações da empresa, melhor a atratividade para a compra de suas ações.

Todas as três empresas analisadas instituíram a governança corporativa como um pré-requisito a um bom desempenho no mercado acionário. Segundo os três executivos de RI, a implantação da mesma não se daria se o momento não fosse de lançamento de suas ações ao mercado. Porém, havia uma certeza nas três empresas que o fato de que um processo sólido de governança corporativa contribuiria decisivamente para o melhor desempenho no IPO da empresa. Segundo o executivo da empresa Bravo, o bom padrão de governança corporativa contribuiu para uma excelente receptividade do investidor aos papéis da empresa. Mesmo com atuação em um segmento sem muita exposição, a empresa teve uma demanda 20 vezes superior à oferta no lançamento de ações. A preparação para a operação demorou seis meses (tempo maior que o normal de três meses, segundo dados da BOVESPA (2008)). Essa maior preparação rendeu uma captação de mais de R\$ 300 milhões, sendo esse o principal recurso que fortaleceu o plano de expansão orgânica e de aquisições da empresa.

A exposição da empresa perante a concorrência, devido ao caráter de transparência imposto pela governança corporativa dividiu a opinião dos entrevistados. Os executivos de RI das três empresas comentaram que a mesma gera uma preocupação excessiva dentro da empresa, principalmente por parte do presidente, nos três casos. Os critérios e a sensibilidade na divulgação de informações é bastante discutida nas instituições empresas. Na Charlie, esse fato é um dos pontos de maior atrito nas reuniões do Conselho de Administração.

As opiniões diferem destas entre os *stakeholders* secundários entrevistados. Para esses, a transparência das informações só tem a agregar valor para a empresa. A exposição das estratégias em muitos casos não precisa ser revelada. Segundo Ricardo Russowski, a empresa, pelo simples fato de ter o capital aberto, é obrigada a prestar tais informações:

A empresa não tem só governança corporativa como prerrogativa para colocar as informações para fora, ela abriu, ela é obrigado a dar essas informações. Justificar quando vai lançar um produto, ou alguma coisa do tipo, mas ele não vai vulnerabilizar o mundo da moda. Porém, o modelo que estão lançando, isso aí ninguém sabe. Agora, quando é uma empresa de tecnologia, aí é muito mais sensível do segredo industrial, ela também tem capital aberto e governança, e são grandes as informações. Está aí a Dell. A Dell, a Siemens, estão trabalhando, fazendo microcomputadores, embora tenha os segredos tecnológicos delas. Então, não vão abrir seus segredos, nem precisam abrir por ter governança ou não.

### 5.2.9 Cenários e perspectivas futuras

Um cenário macroeconômico mais sólido, juntamente com o bom momento vivido pelo mercado de capitais brasileiro (conforme já visto neste estudo) contribuiu para um maior número de empresas abrindo seu capital no País. De certa forma, tanto o investidor nacional quanto o estrangeiro têm premiado com uma melhor valorização as empresas que aplicam uma melhor governança corporativa. Segundo, Frederico Vontobel, os investidores em determinado momento ficam receosos de comprar ações de empresas que não possuem governança:

Aqui no Brasil tem empresas, também a gente percebe isso, o mercado comenta de empresas que não têm governança e com o tempo ficaram marcadas, sendo que ninguém quer participar. Têm boas empresas, eu acho que nem é o caso de associar, tem boas empresas, bons negócios, que como investimento seria um bom negócio comprar ação, mas as pessoas não querem porque em algum momento não construiu uma boa governança. Aí pessoas que hoje teriam vontade de entrar naquela ação também ficam pensando duas vezes se entrariam, embora seja um bom negócio, porque a empresa demonstrou não ter boa governança.

Um bom fator de comparação entre empresas com governança e outras sem é o Índice de Governança Corporativa da BOVESPA, conforme a figura a seguir:

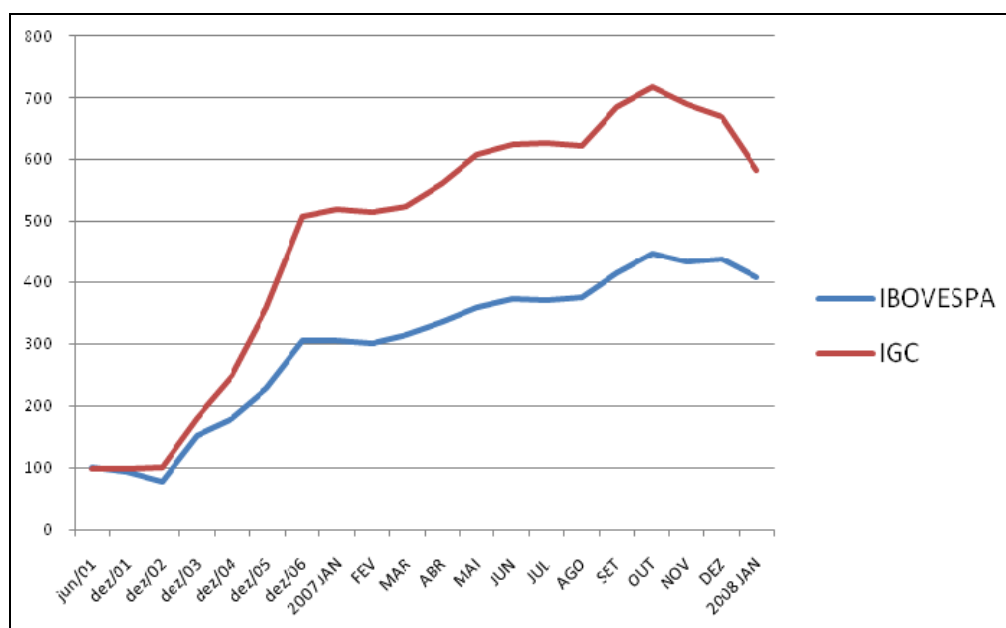


Figura 9 - Gráfico comparativo dos Índices Relativos do IBOVESPA e do IGC

Fonte: BOVESPA (2008).

O gráfico representado pela Figura 9 relaciona o Índice de Governança Corporativa da BOVESPA com o IBOVESPA. Quando se observam os retornos mensais (variação dos índices) o IGC evidencia retornos superiores em relação ao IBOVESPA em todos os períodos. Esse resultado demonstra uma clara disposição de que as empresas com boas práticas de governança corporativa tendem a apresentar uma melhor rentabilidade em relação às empresas que não optaram em se adequar a tais critérios. Conforme o gráfico em tela, as empresas que adotam a governança corporativa apresentam uma proeminência bastante positiva em relação às demais. De tal forma, o mercado tem certa disposição a pagar um “prêmio” sobre o preço dessas ações, que está relacionado ao menor risco associado que tais empresas apresentam. Este ponto, porém, não pode ser visto isoladamente, conforme abordado na revisão de literatura.

A perspectiva de mercado em 2008 para a empresa Alpha é de que o mercado interno iniciou o ano abaixo das expectativas iniciais, com alguns clientes postergando pedidos, porém em fevereiro já começou a observar um reaquecimento do mercado. Segundo seu executivo de RI, à medida que o mercado vai ganhando confiança na melhoria do ambiente econômico brasileiro, com a diminuição do desemprego, melhoria da renda e crescimento do PIB, o consumo dos produtos da empresa tende a reagir. Tal reação já pode ser observada na carteira de pedidos e no ritmo de entrada de novas ordens de compras. No que tange ao mercado externo, o mesmo se apresentou no começo do ano surpreendendo de forma positiva a empresa. A preocupação, neste quesito, fica por conta da desvalorização do dólar, que se acelerou no início do ano em curso.

Segundo o executivo de RI e o *site* de Relacionamento com Investidores da empresa Bravo, esta projeta um crescimento significativo nos próximos anos em decorrência dos investimentos anunciados pelos agentes do seu principal setor de atuação. Adicionalmente, a empresa buscará aumentar a participação de mercado em um segundo nicho de mercado (provindo de suas aquisições), além de aproveitar outras oportunidades de crescimento e investimento em negócios e produtos correlatos com suas atuais áreas de atuação.

As perspectivas da empresa com relação a 2008 levam em conta que o exercício do período iniciou com algumas turbulências, inquietações e especulações. A incerteza da economia americana resultante dos créditos *sub-prime* – além de outros problemas latentes como o dos cartões de crédito e das seguradoras de crédito – mantém a economia mundial em estado de alerta. Há um consenso entre os especialistas assegurando que a recessão nos Estados Unidos é inevitável. De outro lado, importantes mercados atuais da empresa, como Índia e China, vêm desenvolvendo seus mercados internos, aumentando a base de consumo e renda, os quais, provavelmente, manterão a trajetória de forte crescimento, estimulando a

dinâmica da economia mundial. Como um dos focos da empresa é o crescimento, as empresas estabeleceram que a sustentação do processo de expansão orgânica será alicerçada na preservação do atendimento a todos os clientes tradicionais e na internacionalização para mercados de grande densidade populacional e de baixo poder aquisitivo, características de mercados que manterão o consumo dos produtos da empresa, segundo o executivo de RI e o *site* de Relações com Investidores da empresa.

Foi apurado, entre os dados colhidos das entrevistas, que as opiniões, de certa forma, convergem em um mesmo caminho. Todos os entrevistados concordam que o fator governança corporativa não está entre os primeiros fatores na análise de investimento, tanto de pessoas físicas como investidores institucionais. Foram respostas unânimes também que as empresas possuem governança corporativa será um fator preponderante para a atração de capital de longo prazo. Entende-se aí, como capital de longo prazo, investidores identificados com a empresa e interessados em um crescimento sólido da mesma, diferente dos investidores de curto prazo, interessados somente nos rendimentos atuais e de mercado. Também foi destacado por todos os entrevistados que, apesar de já se notarem avanços significativos no padrão da governança corporativa brasileira, a alta concentração do controle acionário, a baixa efetividade dos conselhos de administração e a alta sobreposição entre propriedade e gestão, ainda criam desconfiança por parte dos investidores, segundo a opinião dos entrevistados.

REFERÊNCIA TEÓRICA	RESULTADOS DA PESQUISA
<b><u>Nova Economia Institucional</u></b>	
Teoria da Agência	Mostrou que um dos motivos principais que levam as empresas a optarem pela governança corporativa é a resolução de conflitos entre os acionistas, tanto majoritário versus minoritário quanto no caráter de sucessão.
Teoria da Firma	A partir da Teoria da Firma pode-se explicar a os processos de tomada de decisão da empresa, no qual a governança corporativa não é um fator primordial no que tange a gestão das empresas.
Teoria dos Custos de Transação	Pode-se mostrar que os custos envolvidos dificultam as opções por governança corporativa, bem como a manutenção dos bons padrões a serem mantidos depois.
Direito de Propriedade, Contratos e Instituições	Explicou a questão relativa entre os contratos e propriedades, que, em uma sociedade aberta, tornam-se parte do patrimônio dos acionistas, que como tais, podem influenciar nos destinos dos mesmos.
Teoria dos <i>Stakeholders</i>	Especificou-se os principais agentes envolvidos no processo, caracterizando-se especificamente os <i>stakeholders</i> primários e os secundários, e qual a influência e opinião de cada um durante e sobre o processo.
<b><u>Elementos de Medição de Desempenho Financeiro</u></b>	
Fluxo de Caixa Descontado	Os elementos de medição para o desempenho econômico das empresas foi dificultado pelo fato de a identidade das mesmas manter-se em sigilo. Porém, os resultados levantados apontam para um melhor desempenho econômico das empresas no período em que a empresa exerce de fato a governança corporativa. Esta melhora de desempenho foi tanto de ordem financeira quanto de suas ações no mercado.
Valor Contábil	
Índice preço/lucro (LPA)	
EV/EBITDA	
Taxa de Dividendos	
<b><u>Elementos de Medição de Governança Corporativa</u></b>	
Conselho de administração	O Conselho de Administração mostra-se de fundamental importância para os bons níveis de governança corporativa nas empresas, porém, segundo os entrevistados, em boa parte das vezes não atua de forma eficaz, devido a tomada de decisão ser empreendida unicamente pelo gestor principal.
Proteção aos acionistas minoritários	A governança corporativa tende a melhorar a proteção aos minoritários, porém sem garantir ao mesmo acesso irrestrito as decisões da empresa e a divisão de lucros.
Estrutura de capital ou propriedade	No momento em que a governança corporativa descreve todos os bens de capital e propriedade da empresa, a proteção dos acionistas aos mesmos tende sempre a melhorar.
Transparência e igualdade de direitos entre acionistas majoritários e minoritários	Não acontece na maior parte dos casos de empresas brasileiras. As estratégias da empresa são definidas de forma restrita pelos seus gestores e acionistas principais ( <i>stakeholders</i> primários). Melhora-se no índice de transparência, principalmente dos resultados obtidos.

Quadro 11 – Análises dos resultados referentes a Nova Economia Institucional, desempenho econômico e governança corporativa

Fonte: autor (2008)



## 6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente capítulo está dividido em três seções. Na primeira, são apresentadas as conclusões finais deste estudo; na segunda, são realizadas as considerações que envolvem as limitações de pesquisa deste trabalho e; por fim, na terceira seção são relacionadas algumas sugestões para futuras pesquisas relacionadas ao tema deste estudo.

### 6.1 CONCLUSÕES DESTE ESTUDO

O presente estudo analisou a influência da governança corporativa no desempenho econômico em três empresas de capital aberto brasileiras. A estratégia metodológica empregada, o estudo de caso, utilizou como campo de estudo essas três firmas por acumularem as características mais comuns entre as empresas existentes hoje no País, que adotam a governança corporativa.

O tema governança corporativa tem importância crescente, por ser bem-difundida a hipótese de que a sua estrutura afeta o desempenho e o valor da empresa (SHLEIFER; VISHNY, 1997). Assim, a questão de pesquisa analisa se a estrutura de governança corporativa interfere no desempenho empresarial e na estratégia de negócio de empresas brasileiras. A partir do final dos anos de 1980, com o aumento da participação ativa dos investidores institucionais e pequenos investidores individuais nos mercados de ações e sua exigência crescente pela garantia de que os gestores da empresa agirão sempre de acordo com o seu interesse, tornaram o tema governança corporativa um assunto de extrema relevância para ser estudado e pesquisado.

Em relação ao objetivo geral deste estudo, constatou-se que o método foi adequado e permitiu explorar o assunto, investigar os fenômenos e o contexto da importância da

governança corporativa nas empresas no momento atual, bem como ampliar o conhecimento sobre o tema da pesquisa, conforme apresentado no capítulo referente ao método de pesquisa (YIN, 2005). Mesmo com definições que se mostraram novidade para alguns dos entrevistados, constatou-se que os mesmos possuíam familiaridade com os assuntos em pauta.

O estudo buscou seguir parâmetros e etapas delimitados nos objetivos específicos. Desta forma, a análise dos dados partiu dos informes de desempenho econômico das empresas estudadas, que, em alguns momentos, não se deteve apenas na análise dos números, mas também em fatores observados do *site* de relação com investidores da empresa e das entrevistas com seus executivos de RI. Esta análise de desempenho foi prejudicada pelo fato de, para manter o caráter de confidencialidade solicitado pelas companhias, todos os números pesquisados e analisados não puderam ser expostos.

O caráter de confidencialidade das entrevistas com os executivos de RI, porém, trouxe uma vantagem ao trabalho, que foi a forma mais sincera e despreocupada com que os mesmos responderam às entrevistas, inclusive com comentários sobre as estratégias da empresa e opiniões sobre os acionistas-controladores. De uma forma geral, as entrevistas satisfizeram plenamente o objetivo proposto, que era o de dar uma maior ênfase à análise qualitativa da questão da contribuição da governança corporativa no desempenho econômico de empresas no Brasil.

Foram observados alguns problemas de interpretação das perguntas com os entrevistados. Em alguns momentos, os mesmos não tinham uma idéia clara sobre as definições teóricas da governança corporativa. Assim, ao longo das entrevistas, o entrevistador também prestou esclarecimentos complementares e sanou as eventuais dúvidas manifestadas pelos respondentes.

As entrevistas convergiram para os fatores que conduzem as empresas a adotar a governança corporativa. As respostas obtidas levam à conclusão de que não foi necessário um maior número de entrevistas, devido às respostas convergentes das mesmas, com exceções de particularidades de cada empresa. Conforme a figura a seguir, tanto na opinião do *stakeholders* primários quanto secundários, os principais motivadores para a adoção da governança corporativa em empresas brasileiras seguem a mesma ordem.

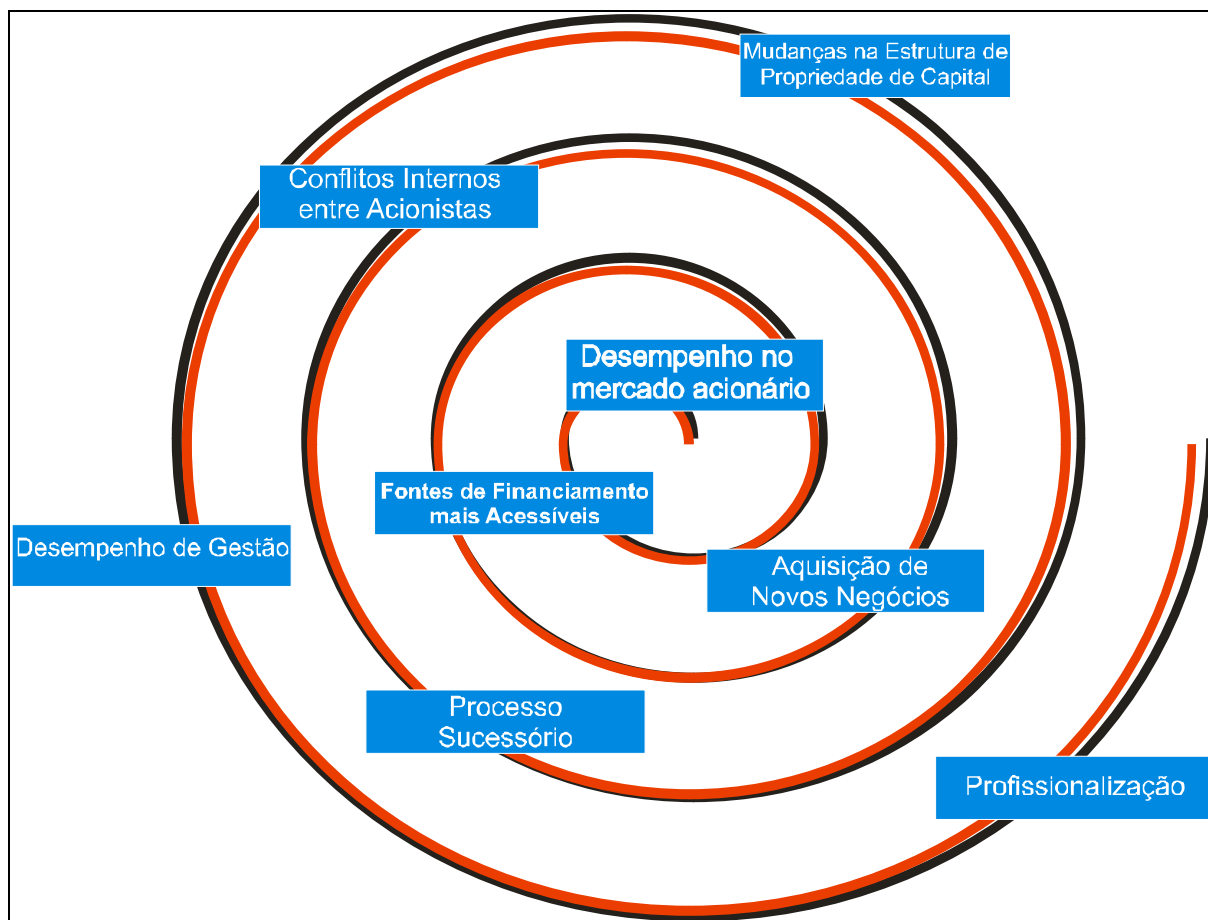


Figura 10 - Motivação para a implantação do processo de governança corporativa nas empresas  
 Fonte: autor (2008)

Como primeiro aspecto motivador da adoção da governança corporativa nas empresas, está a necessidade de a empresa ter bons padrões de governança para um melhor desempenho no mercado de capitais. Em todas as entrevistas realizadas, o desempenho da empresa no mercado de ações foi considerado o fator preponderante no qual as instituições estudadas (e as brasileiras de um modo geral) implementam a governança corporativa. Nesse caso, observou-se que a governança corporativa proporciona maior credibilidade nos resultados da empresa e os acionistas tornam-se mais propensos a investir, pois o risco de manipulações por grupos específicos ou decisões intempestivas do acionista majoritário é reduzido.

Em seqüência ao primeiro fato, vem a busca por fontes de financiamento mais acessíveis. Diversos organismos nacionais e internacionais têm dado preferência a melhores condições de financiamento a empresas que tenham boas práticas de governança. Tais fontes de financiamento mais acessíveis permitem às empresas um crescimento via aquisições de empresas, o que gera um grau de crescimento mais rápido que o orgânico.

A resolução de conflitos internos entre os acionistas vem, de certa forma, com um “bônus” oriundo da implantação da governança em empresas de capital aberto, e não com um fim próprio da mesma. O fator governança para a resolução de conflitos internos entre os acionistas encontra-se mais presente em empresas familiares de capital fechado, nas quais as figuras do acionista e do executivo podem se concentrar em uma única pessoa, ou em uma família. Nesse caso, a adoção de práticas de governança corporativa permite que a empresa entre em um círculo virtuoso, em que o acionista controlador ou a família seja incentivada a monitorar e a evitar escândalos que possam manchar a imagem da companhia, fazendo com que o acionista investidor tenha mais segurança nos seus investimentos (LA PORTA, 1999).

Após, destaca-se o processo sucessório, pelo qual todas as empresas de controle majoritário e principalmente familiares tem de passar. Nos casos de empresas familiares de capital aberto, a governança é a ferramenta que o acionista-controlador tem para garantir a continuidade do negócio por meio do sistema de sucessão. Conforme as entrevistas, é a partir deste fato que gestão tende a se tornar mais profissional, com maior participação do conselho de administração e pela avaliação de consultores independentes, com o intuito de manter a disciplina de investimentos e a segurança na tomada de decisão.

Por fim, foram citados os fatos de haver uma mudança da estrutura de capital, ou por um aprimoramento na gestão, sobretudo no caso de a mesma ser gerida exclusivamente por executivos profissionais, sendo que esse caso aplica-se sobremaneira a empresas multinacionais ou de capital pulverizado.

Observou-se nas entrevistas que a governança corporativa (com exceção de momentos bastante pontuais) não é utilizada como um modelo de gestão específica, com o fim de assegurar o melhor desempenho econômico da empresa. Assim, a mesma é entendida como um modelo auxiliar de administração, que visa principalmente, no caso brasileiro, à busca de uma maior organização e transparência para a abertura de capital. Independentemente do rumo empresarial ou do modelo de gestão aplicado pelos seus diretores, a governança corporativa, depois de implementada, busca prioritariamente a melhora das relações entre a direção das empresas, seus conselhos de administração, seus acionistas e outras partes interessadas. De tal forma, ela estabelece os caminhos pelos quais os investidores, em especial os minoritários, têm assegurados o retorno de seus investimentos. Não foi observado nas entrevistas nem encontrado na revisão de literatura indícios de que a governança, por si só, proporcione um melhor desempenho, tanto financeiro como operacional para as empresas. De outra forma, o desempenho no mercado acionário mostra-se correlacionado com boas práticas de governança, como demonstra uma *performance*

comparada do índice de governança corporativa *versus* o IBOVESPA dos últimos anos BOVESPA (2008).

Olhando a governança corporativa como uma das séries de ações tomadas para alavancar o crescimento da empresa, é possível observar que boas práticas de governança tendem a melhorar seu desempenho, em virtude, principalmente, das mesmas aumentarem a confiança dos investidores (sobretudo os de longo prazo) e facilitarem o acesso ao capital. Dentre os aspectos mais relevante observados para essa melhora estão o de transparência das informações e profissionalização dos gestores e do conselho de administração, haja vista que mais de 60% das empresas de capital aberto brasileiras contam com um único acionista que controla mais de 50% das ações com direito a voto e, em média, detêm 70% do total do capital votante, conforme visto anteriormente.

Assim, embora de maneira geral, os resultados encontrados indiquem que os gestores das empresas estudadas efetivamente percebam que as práticas de governança como importante ferramenta de criação de valor para seus acionistas e para suas empresas, alguns acontecimentos observados pelos analistas do Banco Central levam a questionar o real comprometimento dos *stakeholders* controladores dessas mesmas com as boas práticas de governança corporativa, em especial daquelas relacionadas à proteção dos direitos dos acionistas minoritários. Os fatores dessa discordância são observados sobremaneira na questão do direito *absoluto* na tomada de decisão final, mesmo em desacordo com a opinião de outros acionistas ou *stakeholders*. Esta prerrogativa é entendida como que o maior acionista tem um maior interesse no desenvolvimento e estabilidade da empresa no longo prazo, razão que explicaria decisões tomadas de forma mais centralizada.

O processo de tomada de decisão, em momentos que requerem maior agilidade, não se torna mais moroso, pois o *stakeholder* principal acaba se sobressaindo ao conselho de administração e tomando as decisões necessárias de forma empreendedora, como em uma empresa de capital fechado. No que tange à relação ente os *stakeholders* principais e o conselho de administração, viu-se que não há uma avaliação formal do desempenho do conselho de administração e dos conselheiros. Uma explicação para esse fato pode estar em um certo conflito de interesses, à medida que os próprios tomadores da decisão de criar tais mecanismos de avaliação seriam avaliados no futuro. Isso pode sugerir que tal decisão precisaria ser tomada para uma instância distinta, tal como a assembléia-geral de acionistas ou mesmo por intermédio da própria legislação, o que seria certamente um caminho mais longo.

As entrevistas outorgaram ao presente estudo uma importância maior que os dados de desempenho financeiro estatísticos, pois mostraram a percepção que os diferentes tipos de

*stakeholders* têm do negócio (gestão) e da governança aplicada à empresa. Corroboram com esta observação Larcker, Tuna e Richardson (2004), que defendem que não se pode tentar reduzir a avaliação da governança corporativa à análise de números estatísticos ou notas para o grau de adequação das estruturas organizacionais. Esses autores mostram que os códigos de melhores práticas de governança corporativa que focalizam prioritariamente aspectos estruturais têm capacidade limitada para explicar comportamento gerencial e o desempenho econômico.

Observou-se que, devido à estrutura de controle centralizado, há uma baixa preocupação com a forma participativa do acionista minoritário. O mesmo possui pouca ou nenhuma participação nas empresas estudadas e, conforme opinião dos *stakeholders* secundários, o mesmo se reflete na maioria das empresas no Brasil. Tal fato pode influenciar negativamente o desempenho econômico da empresa, via seu desempenho no mercado acionário. Assim, a estes acionistas nada resta senão vender ações cujo desempenho esteja abaixo das expectativas. Ou seja, os acionistas das empresas brasileiras têm pouca capacidade de influenciar as decisões dos conselhos de administração ou dos seus principais executivos. Conforme um dos analistas do Banco Central, tais acionistas se unem, via mercado, e pressionam por desempenho, por meio de suas decisões coletivas de comprar ou vender ações em curto prazo. A governança corporativa das empresas, então, reflete esse paradigma dos acionistas minoritários, que acabam também fazendo pressões por desempenho no mercado, principalmente de curto prazo. Ao tratar das especificações que visam à proteção ao acionista minoritário no Brasil, Srour (2002) defende que o mercado de ações brasileiro ainda tem necessidade de uma Lei de S.As. menos maleável, que ajude a promover maior proteção aos interesses desses *stakeholders*. Segundo as entrevistas com os *stakeholders* secundários, as empresas nacionais ainda carecem de amadurecer uma cultura empresarial predisposta à prestação de contas e à prática da divulgação de informações mais amplas. Esse processo inclui a busca do *disclosure* (revelação plena) de forma voluntária, e não apenas como cumprimento de uma obrigação legal do mercado.

A questão da importância da transparência de informações foi uma unanimidade tanto em termos de adoção entre as empresas, por parte dos executivos de RI, como na percepção de sua importância pelos demais *stakeholders*. Isso pode ser um reflexo da presença, em tais empresas, de investidores estrangeiros, que exigem um maior rigor no nível e na qualidade das informações disponibilizadas aos acionistas.

Todos os entrevistados foram unânimes em afirmar que os bons padrões de governança corporativa, embora não explicitem uma contribuição direta no resultado final,

mostram uma clara contribuição indireta no sucesso do desempenho econômico da empresa. O que, porém, todos eles completam, é a dificuldade dos problemas de agência ainda incorporados nos padrões mais comuns de controle hoje das empresas brasileiras. A participação acionária em empresas de controle familiar tende muitas vezes a concentrar a riqueza das pessoas físicas em um único ativo, que é maioria das ações da empresa. Isso significa que os acionistas majoritários dessas empresas, como grupo de investidores, estão sujeitos a uma menor diversificação e a um maior risco do que se fossem investidores autônomos no mercado acionário. Este fato pode gerar uma vantagem competitiva na gestão, que é a de a concentração de riscos fazer com que os acionistas majoritários fiquem mais atentos aos seus investimentos, além de mais ativos e participativos. Isso, por sua vez, faz com que as famílias controladoras empenhem-se mais em procurar formas de gestão eficazes na empresa do que em esvaziá-la economicamente. Segundo um dos entrevistados, em diversos momentos, a preocupação com a reputação da família é tão importante quanto a proteção dos investimentos coletivos da empresa.

Um fato relevante, como observação do pesquisador, é que, em caráter acadêmico, os entrevistados mostraram desconhecimento sobre aspectos técnicos da governança corporativa; um deles citou que uma análise mais clara fica dificultada pela pouca maturidade da governança corporativa no Brasil.

A revisão de literatura deste estudo mostrou, em sua maior parte, que a aplicação de um modelo de governança reforça as possibilidades das companhias obterem maior crescimento econômico e de mercado, podendo agregar valor à sua imagem institucional. Os resultados obtidos nesta pesquisa não mostram discordância do fato de que as empresas estudadas, que optaram pelo cumprimento de bons padrões de governança, além das habitualmente exigidas, tornaram-se rentáveis. A maior parte da revisão de literatura consultada para a realização deste estudo também corrobora esta observação. As análises de todos os indicadores estudados mostram que, de modo geral, as empresas obtêm melhor desempenho econômico e de mercado depois de inseridas no sistema de governança corporativa utilizado pela BOVESPA para classificar as companhias dispostas a promover relações mais igualitárias, transparência e responsabilidade na prestação de contas. Embora possa ser considerado recente, no Brasil, o histórico da governança corporativa já produz resultados positivos no que se refere à melhora de sua imagem perante os mercados com sistema de governança corporativa mais desenvolvido.

Os resultados apresentados neste estudo mostram que existem influências positivas da governança corporativa no desempenho das empresas objeto dos estudos de caso. Os benefícios gerados mais especificamente por causa da governança corporativa são:

- 1) melhora no valor de mercado da companhia;
- 2) maior segurança dada ao investidor;
- 3) menores custos de captação de recursos no mercado;
- 4) maior transparência;
- 5) maior facilidade no momento da sucessão.

Porém, principalmente com base nas entrevistas realizadas, tem-se que mesmo bons padrões de governança corporativa podem não impactar no desempenho econômico da empresa, por não ser um programa prioritário na forma de gestão da empresa. Porém, observa-se a unanimidade dos entrevistados em responderem que o principal motivo que leva as empresas a adotarem governança corporativa no Brasil nos últimos cinco anos foi a preparação da empresa para uma abertura de capital (IPO), como prerrogativa para um melhor desempenho das ações da mesma. Da mesma forma, foi comentado por todos os entrevistados que existe uma grande dificuldade para correlacionar a mesma com o desempenho econômico de forma precisa, sendo que não se tem muito clara a idéia de como e quanto a governança corporativa impacta ou não no desempenho econômico das empresas. No entanto, a inexistência da mesma pode ser um fator sintomático de uma gestão temerária para o futuro da empresa.

## 6.2 LIMITAÇÕES DO ESTUDO E SUGESTÃO DE PESQUISAS FUTURAS

Mesmo considerando a apurada revisão de literatura e o rigor metodológico adotado, esta pesquisa apresenta algumas limitações. De tal forma, tendo em vista o caráter exploratório do estudo, não há como propor que as considerações apresentadas na seção anterior sejam conclusivas.

Ademais, uma análise mais clara torna-se difícil pela pouca maturidade da governança corporativa no Brasil. Segundo os entrevistados e alguns autores (FAMA; BARROS, 2000, PROCIANOY, 2002, DE PAULA, 2003, VIEIRA; MENDES, 2004, DI MICELY, 2006, TEIXEIRA, 2005) o processo de governança corporativa no Brasil ainda é incipiente. Com o processo mais amadurecido talvez possa haver uma melhor análise sobre a sua contribuição para ao desenvolvimento econômico.



Um dos pontos considerados prejudiciais a este trabalho foi o fato de os executivos de RI das empresas estudadas não concordarem com a sua exposição no estudo. Esse ponto prejudicou a análise quantitativa dos dados, pois os mesmos tiveram que aparecer de forma aproximada, a fim de manter a própria confidencialidade. Outros dados quantitativos foram utilizados e explorados pelo autor (como a WACC e o fluxo de caixa descontado), porém, pelo mesmo motivo, não puderam aparecer neste trabalho.

Outro fator é que o presente estudo não admite que sejam feitas generalizações para todo o mercado, nem mesmo para outras empresas que pertençam ao mesmo segmento ou região, apesar de a grande maioria das respostas a respeito ser convergente.

Uma outra sugestão para futuras pesquisas seria aplicar uma análise quantitativa que contemple fatores macroeconômicos do período, tais como risco-Brasil Taxa Selic e câmbio. Dessa forma poderia ser avaliado o desempenho das empresas diante de fatores externos à sua gestão e a governança corporativa aplicada.

Por fim, analisar como a empresa, perante as rígidas práticas de governança, comporta-se em momentos inesperados de retorno (JOHNSON *et al.*, 2000). Conforme o modelo desses autores, nos períodos caracterizados por choques de retorno, verificar-se-ia se empresas com melhores práticas de governança teriam um retorno menos volátil em comparação com empresas que não a adotam.

## REFERÊNCIAS

AKERLOFF, George. "The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanisms." **Quarterly Journal of Economics** 84: 485-500, 1970.

ALCHIAN, A.; DEMSETZ, H. Production, information costs and economic organization. **American Economic Review**, v.62, p. 777-795, 1972.

ALTKINSON, A. A.; WATERHOUSE, J. A stakeholders approach to strategic performance measurement. **Sloan Management Review**, Cambridge, v. 38, n. 3, p. 25-36, Spr. 1997.

ASSAF NETO, A. **Estrutura e análise de balanços**. 5.ed. São Paulo: Atlas, 2000.

\_\_\_\_\_. **Finanças corporativas e valor**. São Paulo: Atlas, 2003.

BABBIE, E. **Manual para la práctica de la investigación social**. Bilbao: Desclée de Brower, 1999.

BAKER, M.; HART, S. **Product Strategy and Management**. Gran Bretaña: Prentice-Hall, 1999.

BAUMOL, W. J. Macroeconomics of unbalanced growth: the anatomy of urban crisis. **American Economic Review**, June, 1966.

BERLE, A. MEANS, G. **The modern corporation and private property**. New York: Macmillan, 1932.

BERNSTEIN, Peter L. **Desafio aos deuses: a fascinante história do risco**. São Paulo: Campus, 1997.

BESANKO, D.; DRANOVE, D.; SHANLEY, M. "**Economics of Strategy**", 2.ed. New York: John Wiley, 2000.

BOVESPA. **Regulamento dos níveis diferenciados de governança corporativa – Versão a Lei posterior 10.303**. Disponível em: <<http://www.BOVESPA.com.br>>. Acesso em: 04 ago. 2007.

BRENTON, G.; TAFFLER R. Accounting information and analyst stock recommendation decisions: a content analysis approach. **Accounting and Business**, v.31, n.2, 2001.

CAPRIO, G.; Jr. e LEVINE, R. Corporate Governance of Banks: concepts and international observations. In: **The Global Corporate Governance Forum**, 2002.

CHURCHILL, G. A. JR. **Marketing research**: methodological foundations. 6.ed. Orlando: The Dryden Press, 1995.

CLARKSON, Max B. E. The Toronto Conference: reflections on stakeholders theory. **Business and Society**, April, 1994.

COASE, R.H. The nature of the firm. **Economica**, London, v.4, n.16, p. 386-405, 1937.

COFFE, J. The future as history: The prospects for global convergence in corporate governance and its implications. **Northwestern University Law Review**, p. 631-707, 1999.

COOPER, D.; SCHINDLER, P. **Método de pesquisa em administração**. 7.ed. Porto Alegre: Bookman, 2003.

COPELAND, T. E.; KOLLER, Tim; MURRIN, Jack. **Avaliação de empresas**: calculando e gerenciando o valor das empresas. São Paulo: Makron Books, 2002.

COPELAND, T. E.; WESTON, J. F. **Financial theory and corporate policy**. 3.ed. EUA: Addison Weley Publishing Company, 1988.

CORNELL, B. **Corporate Valuate Tools for Effective Appraisal and Decision Making**. New York: McGraw Hill Co. 1994

CVM. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 03 mar. 2007.

DAMODARAN, A. **A Face Oculta da Avaliação**. São Paulo: Makron Books, 2002.

\_\_\_\_\_. **Avaliação de Investimentos**: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo. 2a. reimpressão. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1999.

\_\_\_\_\_. **Corporate finance**. 2.ed. New York: John Wiley, 2001.

DAMODARAN, A. Country Risk and Company Exposure: theory and practice. **Journal of Applied Finance**. V.13, n.2, p.63-76, out./inv. 2003.

DAVIG, W. Business strategies in smaller manufacturing firms. **Journal of Small Business Management**, v. 24, n. 1, p. 38-46, 1986.

DI MICELI, Alexandre. **Governança corporativa em empresas de controle familiar: casos de destaque no Brasil**. IBGC, São Paulo: Saint Paul, 2006.

DE PAULA, Germano Mendes. Governança Corporativa no Brasil e México: estrutura patrimonial, práticas e políticas públicas. **IE/UFU**, Uberlândia, set. 2003.

DEMSETZ, H. Toward a theory of property rights. **American Economic Review**, v.57, p. 347-373, May, 1967.

DEMSETZ, Harold; LEHN, Kenneth. The Structure of Corporate Ownership: causes and consequences. **Journal of Political Economy**, v. 93, n. 6, p. 1155-1177. Dec., 1985.

DONALD, T.; PRESTON, L. The stakeholder theory of the corporation: concepts, evidence and implications. **Academy of Management Review**. Mississippi State, v. 20, p.65-91, jan. 1995.

EDVINSSON, L.; MALONE, M. **Intellectual capital**. New York : HarperBusiness, 1997.

ELTON, E. J.; GRUBER, M. J. **Modern portfolio theory and investment analysis**. 5.ed. USA: John Wiley & Sons Inc., 1995.

FAMÁ, R., BARROS, L. Q de Tobin e seu uso em finanças: aspectos metodológicos e conceituais. **Caderno de Pesquisas em Administração**, v.7, n. 4, out./dez., 2000.

FIANI, Ronaldo. Teoria dos Custos de Transação. In: **Economia Industrial**. Rio de Janeiro: Campus, 2002.

FOSS, N. J. Theories of the firm: contractual and competence perspectives. **Journal of Evolutionary Economics**, v. 3, p. 127-144, 1993.

FREEMAN, Edward R. Stakeholder Theory of Modern Corporation. In: HARTMAN, Laura P. **Perspectives in Business Ethics**. São Paulo: McGraw-Hill International Editions, 1998.

FREEMAN, E. R.; REED, D. L. Stockholders and Stakeholders: A New Perspective on Corporate Governance. **California Management Review**, v.25, n.3, p. 88-106, 1983.

FROOMAN, Jeff. Stakeholder influence strategies. **Academy of Management Review**, v. 24, n.2, 1999.

FURUBOTN, E.; RICHTER, R. **Institutions and economic theory**: the contribution of the new institutional economics. University of Michigan Press, 1997.

GIL, A. C. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. São Paulo: Atlas, 1999.

HALL, Richard H. **Organizações, estrutura e processos**. Rio de Janeiro: Prentice Hall do Brasil, 1984.

HART, O. “**Financial Contracting**”, Working Paper 8285, National Bureau of Economic Research, 2001.

\_\_\_\_\_. Corporate Governance: Some Theory and Some Implications. **The Economic Journal**, 1995a.

\_\_\_\_\_. **Firms, Contracts and Financial Structure**. Oxford, Oxford University Press, 1995b.

HART, O.; MOORE, J. “Property rights and the nature of the firm”. **Journal of Political Economy**, 98, p. 119-1158, 1990.

HEATH, J. NORMAN, W. Stakeholder theory, corporate governance and public management. What can history of state-run enterprises teach us in the post-Enron era?, **Journal of Business Ethics**, Vol. 53, p. 247-65, 2004.

HILL, C. JONES, T. Stakeholder-Agency Theory. **Journal of Management Studies**, 1992.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Plano Diretor do Mercado de Capitais**. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br>>. Acesso em: 13 jul. 2007.

\_\_\_\_\_. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/Secao.aspx?CodSecao=20>>. Acesso em: 02 abr. 2008.

IRGLOBALRANKINGS. Disponível em: <[http://www.irglobalrankings.com/mzsites/irgr/arquivos/IRGR\\_InfoPackage\\_20061016.pdf](http://www.irglobalrankings.com/mzsites/irgr/arquivos/IRGR_InfoPackage_20061016.pdf)>. Acesso em: 03 mar. 2007.

JENSEN, M. C. Value Maximization, Stakeholder Theory and the Corporate Objective Function. **Business Ethics Quarterly**, 12(2), p. 235-256, 2002.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H.. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, p. 305-360, 1976.

JENSEN, M. C.; SMITH JR, C. W. The theory of corporate finance: a historical overview. **The modern Theory of Corporate Finance**, McGraw-Hill Inc., New York, p. 2-20, 1984.

JENSEN, M. C. Value Maximization Stakeholder theory, and the corporate objective function. **Journal of Applied Corporate Finance**, v. 14, n. 3, p. 8-21, 2001.

JOHNSON, S.; BOONE, P.; BREACH, A.; FRIEDMAN, E. Corporate governance in the asian financial crisis. **Journal of Financial Economics**, p. 141-186, 2000.

KALER, J. Arriving at an Acceptable Formulation of Stakeholder Theory. **Business Ethics: A European Review**, 13(1), p. 73-79, 2004.

\_\_\_\_\_. Evaluating Stakeholder Theory. **Journal of Business Ethics**. Dordrecht: V. 69, n. 3, p. 249, 2006.

KAHNEMAN, Daniel ; TVERSKY, Amos. Prospect Theory : an Analysis of Decisions Under Risk. *Econometrica*, Mar 1979.

LA PORTA, R *et al.* **Investor protection and corporate valuation**. Harvard University, 1999. Disponível em: <<http://www.ssrn.com>>. Acesso em: março de 2006.

\_\_\_\_\_. **Corporate ownership around the world**. Harvard University, 1998. Disponível em: <<http://www.ssrn.com>>. Acesso em: março de 2006.

LA PORTA, R.; SHLEIFER, A.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; VISHNY, R. Law and finance. **Journal of Political Economy**, v. 106, p.1113-1155, 1998.

LEA, D. Corporate and Public Responsibility, Stakeholder Theory and The Developing World. **Business Ethics: A European Review**, Malden, v. 8, n. 3, p.151-162, jul. 1999.

LODI, J. B. **Governança Corporativa: o governo da empresa e o conselho de administração**. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

MACHO-STRADLER, Inês; PÉREZ-CASTRILLO, David. **An Introduction to the Economics of Information: Incentives and Contracts**. Oxford, Oxford University Press, 1997.

MARTINS, E. EBITDA, o que é isso? Informações objetivas. Caderno Temática Contábil e Balanços. **Informações objetivas IOB**. São Paulo, n. 19, 1997.

MARTINS, Eliseu. **Avaliação de empresas: da mensuração contábil à econômica**. São Paulo: Atlas, 2001.

MARTINS, H. C.; RODRIGUES, S. B. Atributos e papéis dos conselhos de administração das empresas brasileiras. **ERA**. Edição especial, 2005. Disponível em: <<http://www.rae.org.br>>. Acesso em: março de 2006.

\_\_\_\_\_. **Avaliação de empresas: da mensuração contábil à econômica**. São Paulo: Atlas, 2001.

MATTAR, F. N. **Pesquisa em marketing**. São Paulo: Atlas, 1998.

MILES, M. B.; HUBERMAN, A. M. **Qualitative data analysis: a sourcebook of new methods**. Newbury Park, CA: Sage, 1984.

MINTZBERG, Henry; AHLSTRAND, Bruce; LAMPEL, Joseph. **Safári de Estratégia: um roteiro pela selva do planejamento estratégico**. Traduzido por Nivaldo Montingelli Jr. Porto Alegre: Bookman, 2000.

MINTZBERG, Henry. Um Guia para o Posicionamento Estratégico. In: MINTZBERG, Henry; QUINN, James Brian (Org). **O Processo da Estratégia**. Traduzido por James Sunderland Cook. 3.ed. Porto Alegre: Bookman, 2001.

MORCK, Randall; STEIER, Lloyd. **The Global History of Corporate Governance: an Introduction**. NBER Working Paper, n. 11062, 2005.

MYNAIO, Maria Cecília (Org.). **Pesquisa Social: teoria, método e criatividade**. Rio de Janeiro: Vozes, 1994.

NORTH, D. C. **Institutions, Institutional Change and Economic Performance**. Cambridge University Press, 1991.

PENROSE, E. **The theory of the growth of the firm**. Oxford: Oxford University Press, 1959.

PINSONNEAULT, A.; KRAEMER, K. L. Survey research methodology in management information systems: an assessment. **Journal of Management Information Systems**. V.10, n.2, 1993, autumn, p. 75-105, 1993.

PORTER, Michael E. Capital disadvantage: America's falling capital investment system. Boston. **Harvard Business Review**, n. 46, p. 65-72, Sept./Oct., 1992.

PRAHALAD, C.K.; HAMEL, G. **Competindo pelo futuro: estratégias inovadoras para obter o controle do seu setor e criar os mercados de amanhã**. Rio de Janeiro: Campus, 1995.

PROCIANOY, J. L.; ANTUNES, M. A. Os efeitos das decisões de investimento das firmas sobre os preços de suas ações no mercado de capitais. XXV ENANPAD, 25º., *Anais...* Campinas: ANPAD, set. 2001. 15 p.

PROCIANOY, Jairo. Conflitos de interesse investidor/controlador. Seminário sobre governança corporativa, realizado pelo Coppead, UFRJ, Rio de Janeiro. Coletânea 192 denominada **Governança Corporativa no Brasil e no Mundo**, coordenada por Ricardo Leal. Rio de Janeiro: E-Papers Serviços Editoriais, 2002.

RICE, A. **Accounts Demystified: how to understand and use company accounts**. UK: Pitman, 1998.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R.W. A survey of corporate governance. **The Journal of Finance**, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.

SIMON, Herbert A.. Organizations and Markets. **Journal of Economic Perspectives**. V.5, n. 2, p. 25-44, Spring, 1991.

SROUR, Gabriel. **Práticas diferenciadas de governança corporativa: um estudo sobre a conduta e a performance das firmas brasileiras**. 2002. Tese (Mestrado), Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro, 2002. Disponível em: <[www.econ.puc-rio.br](http://www.econ.puc-rio.br)>. Acesso em: 15 mar. 2008.

STAKE. R.E. Case Studies. In: DENZIN, N.K.; LINCOLN, Y.S. (Ed). **Handbook of Qualitative Research**. Thousand Oaks: Sage, 1994.

TEIXEIRA, N. O mercado de capitais brasileiro à luz de seus avanços e desafios. In: BACHA, E. L.; OLIVEIRA FILHO, L. C. (Org). **Mercado de Capitais e Crescimento econômico: lições internacionais, desafios econômicos**. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria, 2005, p. 113-158.



TRIVIÑOS, A.N.S. **Introdução à pesquisa em ciências sociais**. São Paulo: Atlas, 1987.

UDAYASANKAR, K. DAS, S. Corporate Governance and Firm Performance: the effects of regulation and competitiveness. **Corporate governance: An international Review**, v.15, n.2, p. 262-271, 2007.

WEHMEIER, S. **Oxford Workpower Dictionary**. Oxford: Oxford University Press, 1993.

VIEIRA, S.P.; MENDES, A.G.S.T. Governança Corporativa: uma análise de sua Evolução e Impactos no Mercado de Capitais Brasileiros. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, n.11, v. 22, p. 103-122, dez. 2004.

WHITE, G.; SANDHI, A.; FRIED, D. **The analysis and uses of financial statements**. 2.ed. New York: John Wiley & Sons, 1998.

WILLIAMSON, Oliver. Comparative Economic Organization: The Analysis of Discrete Structural Alternatives. **Administrative Science Quarterly**, 36, p. 269-296, jun. 1991.

\_\_\_\_\_. Corporate Finance and Corporate Governance. **Journal of Finance**, Oxford, v. 43, n. 3, p. 567-592, jul. 1988.

\_\_\_\_\_. **Markets and hierarchies**: analysis and antitrust implications. London: Free Press, Collier Macmillian Publishers, 1975.

\_\_\_\_\_. Strateging, Economizing, and Economic Organization. **Strategic Management Journal**, 12, p. 75-94, 1991.

\_\_\_\_\_. **The economic institutions of capitalism**. New York: The Free.

\_\_\_\_\_. **The mechanisms of governance**. Oxford: Oxford University Press, 1996.

\_\_\_\_\_. The New Institutional Economics: taking stock, looking ahead. **Journal of Economic Literature**, vol. XXXVIII, p. 595-613, set. 2000.

\_\_\_\_\_. The Theory of the Firm as Governance Structure: From Choice to Contract. **Journal of Economic Perspectives**, 16(3), p. 171-195, 2002.

\_\_\_\_\_. Transaction Cost Economics and Organization Theory. **Journal of Industrial and Corporate Change**, 2, p. 107-156, 1993.

YIN, Robert K. **Estudo de caso**. Porto Alegre: Bookman, 2001.

ZYSMAN, John. *How Institutions Create Historically Rooted Trajectories of Growth*. **Industrial and Corporate Change**, v.3, n.1, p. 243-283, 1994.

## **APÊNDICES**

## APÊNDICE A - Protocolo do estudo de caso

### 1 Procedimentos

- 1.a verificação do processo de governança corporativa na empresa sugerida
- 1.b verificação da localização da diretoria de RI da empresa
- 1.c identificação dos respondentes
- 1.d explicação do objetivo do trabalho aos respondentes
- 1.e verificação das datas disponíveis para entrevistas com os diretores de RI da empresa
- 1.f contato inicial com as organizações
- 1.g coleta de documentos relativos às empresas estudadas

### 2 Determinação das entrevistas

- 2.b seleção das empresas estudadas, segundo parâmetros preestabelecidos
- 2.c seleção das corretoras a serem feitas as entrevistas
- 2.d identificar os diretores de RI de cada empresa
- 2.e agendamento das reuniões
- 2.f realização das reuniões
- 2.g transcrição das entrevistas gravadas
- 2.h confronto das respostas obtidas com os dados coletados

### 3 Procedimentos do estudo de caso

- 3.a caracterização das empresas e corretoras
- 3.b Infra-estrutura organizacional
- 3.d localização das empresas e corretoras
- 3.e identificação dos entrevistados
- 3.f referendar os dados relativos à entrevista
- 3.g marcação das entrevistas
- 3.i pedido de autorização para gravar as entrevistas
- 3.j anotações pertinentes às respostas do entrevistado
- 3.k transcrição das horas de fitas gravadas na entrevista
- 3.l comparação dos dados com o conteúdo da entrevista
- 3.m comparação dos dados das três empresas estudadas

### 4 Plano de análise e relatórios do estudo de caso

- 4.a relatório das empresas e corretoras estudadas
- 4.b avaliação das informações obtidas

4.c referencias para o estudo de caso

4.d confrontamento dos dados com a teoria

4.e análise da comparação dos dados obtidos nas entrevistas nas empresas com os coletados nas corretoras

4.f revisão bibliográfica

4.g revisão metodológica

## **2 PROCEDIMENTOS**

### **2.1 SELECIONAR AS EMPRESAS:**

- Ter seu capital aberto nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa
- Localização das empresas
- Interesse das empresas

### **2.2 MARCAR AS ENTREVISTAS:**

- Identificar os respondentes
- Explicar o objetivo do trabalho para os respondentes
- Marcar as entrevistas

### **2.3 REALIZAR AS ENTREVISTAS:**

- Explicar o objetivo da pesquisa
- Pedir autorização para gravar as entrevistas
- Fazer anotações sobre os principais pontos destacados pelo entrevistado
- Utilizar o roteiro de entrevista como instrumento de coleta de dados

### **2.4 COLETAR OS DOCUMENTOS:**

- Explicar o objetivo da pesquisa e destacar que os documentos coletados não serão utilizados para assunto que não corresponda à pesquisa

### **2.5 ANALISAR OS DADOS:**

- Transcrever as fitas gravadas durante as entrevistas
- Analisar os dados
- Comparar os dados obtidos nos três casos estudados

### **3 ROTEIRO DE ENTREVISTA**

- Mercado no qual a empresa está inserida
- Histórico da empresa com Governança Corporativa
- Motivos que levaram a empresa a optar por Governança Corporativa
- Desempenho financeiro
- Desempenho de mercado
- Medição do grau de Governança Corporativa na empresa.

### **4 GUIA PARA O RELATÓRIO DO ESTUDO DE CASO**

- Revisar as referências bibliográficas
- Revisar a metodologia
- Redigir a minuta do relatório
- Atualizar a minuta de acordo com a revisão realizada

## APÊNDICE B - Descritivo da empresa

(A parte I do questionário será respondida com dados dos *sites* de Relacionamentos com Investidores das empresas)

**1) Identificação; Razão social da empresa**

---

**2) Ramo de atividade**

Indústria     Serviço     Comércio

**3) Ano da fundação**

---

**4) Origem e percentual do capital (descritivo da composição do controle de capital)**

---

**5) Ano de abertura do capital**

---

**6) Tempo para abertura do capital**

---

**7) Listagem na BOVESPA**

Nível 1  
 Nível 2  
 Novo Mercado

**8) Inserção no programa de ADRs**

Sim     Não

**9) Tamanho do Conselho de Administração**

---

**9.1) Descrição do Conselho:**

- número de conselheiros independentes

---

- presidente do Conselho e o presidente-executivo da empresa são pessoas distintas

---

- membros da família (se houver) no Conselho

---

**10) O *stakeholder* principal possui diretamente mais de 50% das ações votantes**

Sim                       Não

**11) Qual a medida de desempenho econômico utilizada pela empresa para a avaliação de desempenho**

---

**12) A empresa emite apenas ações com direito a voto**

Sim                       Não

**13) Percentual de *Tag Along* PN e ON**

---

**14) Há garantias de direitos de *Tag Along* para as ações ON (além do legalmente exigido) e PN**

---

**15) A empresa possui uma gestão integrada de riscos**

---



## APÊNDICE C - Roteiro de entrevistas aplicado às empresas do estudo

**RIIs - Stakeholders Primários**

## QUESTÕES ABERTAS

- 1) Quais foram as motivações da empresa para a adoção da governança corporativa?
- 2) Por que foram adotadas? O fator 'desempenho de mercado foi preponderante?
- 3) Quais as vantagens e desvantagens levadas em consideração pela empresa para a adoção da governança corporativa?
- 4) A estratégia planejada pela empresa ao começo do processo foi a mesma alcançada ao final? Caso negativo, em quais momentos houve reavaliação do foco estratégico?
- 5) Como são avaliados se os motivos que levaram a formação das estratégias de governança corporativa são válidos, e se as mesmas foram corretas? Houve a implantação de algum indicador para isto?
- 6) Quais foram as reações internas e externas enfrentadas no processo (acionistas, funcionários, setor público, mercado)
- 7) Houve, com a implantação da governança corporativa, uma maior profissionalização na gestão da empresa? Como esta melhora influenciou no comportamento financeiro subsequente da empresa?
- 8) Quais foram os mecanismos criados no processo de governança corporativa para o alinhamento entre o comportamento dos executivos e o interesse dos acionistas? Qual a importância da governança corporativa na articulação entre os interesses dos acionistas e dos gestores (convergências e divergências de interesses).
- 9) Qual foi a importância da governança corporativa na melhora do alinhamento entre os *stakeholders* da empresa?
- 10) De que forma as ações com direito a voto influenciaram no comportamento financeiro da empresa? Houveram mais conflitos devido a um maior nº de *stakeholders* com direito a voto?

- 11) Quais as políticas que tratam dos ativos intangíveis não registrados na contabilidade oficial? Como os investimentos nestes ativos são propostos para a aprovação no Conselho de Administração (Capital Humano; Capital Organizacional; Capital de Informação; Capital Intelectual)?
- 12) Qual a influência da entrada de acionistas minoritários no processo de formação da estratégia?
- 13) Entre os principais *stakeholders* com poder decisão, pode-se notar o conflito entre crescimento da empresa e crescimento da lucratividade? Em algum momento isto é exposto nas estratégias da empresa?
- 14) O processo de governança corporativa melhorou o fluxo de informações da empresa com os *stakeholders* externos? E internamente, houve uma melhora do fluxo de informações? Onde isto contribuiu para a maximização dos lucros da empresa?
- 15) Havia uma expectativa na empresa em relação à uma melhora nos resultados financeiros após a implantação da governança corporativa? Se sim, qual a foi a diferença entre os resultados esperados e os obtidos?
- 16) Como a empresa trata o conceito 1 ação – 1 voto? Como fica a questão de direito de voto em questões como fusões e aquisições, aquisições de ativos relevantes, aprovações de contratos, etc..?
- 17) Como é tratada a exposição excessiva da empresa, devido ao caráter de transparência, perante a concorrência? Como é o caráter do uso da informação privilegiada na empresa (*insider information*)?
- 18) A retirada de um sócio da sociedade obedece a critérios de valor econômico? Se não, existe algum critério?
- 19) Quem é o principal avaliador da diretoria da empresa? Há algum critério de medida de lucro econômico utilizado? Como são informados estes resultados ao Conselho de Administração?
- 20) Qual a correlação entre a disciplina imposta aos gerentes, baseadas nas métricas da governança corporativa, e o desempenho dos mesmos?

21) Qual o grau de importância dos fatores listados abaixo para a implementação do processo de governança corporativa nas empresas:

- ( ) Fontes de financiamento mais acessíveis
- ( ) Crescimento da empresa
- ( ) Aquisição de outras empresas ou novos negócios
- ( ) Mudanças na estrutura de propriedade ou capital
- ( ) Conflitos internos entre acionistas
- ( ) Processo sucessório
- ( ) Melhor desempenho no mercado acionário

22) Indicar, aproximadamente, o percentual de tempo que o Conselho de Administração dedica às seguintes questões:

% de tempo dedicado na reunião

a. ouvir relatórios da diretoria \_\_\_\_\_

b. aprovar decisões estratégicas \_\_\_\_\_

c. aprovar decisões estatutárias \_\_\_\_\_

d. aprovar decisões operacionais \_\_\_\_\_

e. discussão de assuntos críticos \_\_\_\_\_

TOTAL: 100

### Stakeholders Secundários

#### QUESTÕES ABERTAS

- 1) Quais as principais motivações observadas nas empresas citadas para a adoção da governança corporativa?
- 2) É considerado que o fator 'desempenho de mercado' foi preponderante?
- 3) Quais as vantagens e desvantagens levadas em consideração pela empresa para a adoção da governança corporativa?
- 4) Como é a reação do mercado em relação a reavaliação do foco estratégico das empresas?
- 5) Qual a correlação entre a disciplina imposta aos gerentes, em empresas com governança corporativa, e a alocação de recursos se tornar mais eficiente?
- 6) Como é avaliada uma maior profissionalização na gestão da empresa, em virtude da governança corporativa? Como é percebida no comportamento financeiro subsequente da empresa?
- 7) Qual a importância, dentro do processo de governança corporativa, do alinhamento entre o comportamento dos executivos e o interesse dos acionistas? Qual a importância da governança corporativa na articulação entre os interesses dos acionistas e dos gestores (convergências e divergências de interesses)?
- 8) Qual foi a importância da governança corporativa na melhora do alinhamento entre os *stakeholders* da empresa?
- 9) De que forma as ações com direito a voto influenciaram no comportamento financeiro da empresa? Houveram mais conflitos devido a um maior nº de *stakeholders* com direito a voto?
- 10) Como são analisadas as políticas que tratam de ativos intangíveis em empresas de capital aberto? O padrão da governança corporativa (maior ou menor) influencia na tomada de decisão de compra perante este aspecto?

- 11) Qual a importância da divulgação de informações não-financeiras para a análise de compra de ações
- 12) Qual a influência da entrada de acionistas minoritários no processo de formação da estratégia?
- 13) Entre os principais *stakeholders* com poder decisão, pode-se notar o conflito entre crescimento da empresa e crescimento da lucratividade? Em algum momento isto é exposto nas estratégias da empresa?
- 14) O processo de governança corporativa melhorou o fluxo de informações da empresa com os *stakeholders* externos? Onde isto contribuiu para a maximização dos lucros da empresa?
- 15) Havia uma expectativa do mercado em relação à uma melhora nos resultados financeiros após a implantação da governança corporativa? Se sim, qual a foi a diferença entre os resultados esperados e os obtidos?
- 16) Como o mercado observa o conceito 1 ação – 1 voto? Como fica a questão de direito de voto em questões como fusões e aquisições, aquisições de ativos relevantes, aprovações de contratos, etc..?
- 17) Como é tratada a exposição excessiva da empresa, devido ao caráter de transparência, perante a concorrência?
- 18) Quais as vantagens indiretas mais percebidas em empresas que adotaram a governança corporativa (aumento da taxa de empregos, valorização da área próxima a empresa, etc.)?
- 19) Qual a melhora observada na captação de investimentos estrangeiros em empresas que adotam a governança corporativa?
- 20) De que forma as empresas que adotam governança corporativa influenciaram o bom momento vivido pelo mercado de capitais no Brasil? Qual a influencia da mesma sobre a maior entrada de investimentos estrangeiros no País?
- 21) Qual o tipo de observação de mercado que indique a governança corporativa influencie positiva ou negativamente na competitividade da empresa?

22) Como se correlaciona a capacidade de atração de novos investimentos e de alavancagem financeira com a estrutura de governança corporativa das empresas?

23) Qual o grau de importância dos fatores listados abaixo para a implementação do processo de governança corporativa nas empresas:

- ( ) Fontes de financiamento mais acessíveis
- ( ) Crescimento da empresa
- ( ) Aquisição de outras empresas ou novos negócios
- ( ) Mudanças na estrutura de propriedade ou capital
- ( ) Conflitos internos entre acionistas
- ( ) Processo sucessório
- ( ) Melhor desempenho no mercado acionário



GRAU DE IMPORTÂNCIA					
1	2	3	4	5	0

GRAU DE PRESENÇA					
1	2	3	4	5	0

**1 - A empresa considera como atributos da Governança Corporativa (continuação):**

- melhor disciplina dos gerentes em relação as estratégias da empresa
- alocar recursos de forma mais eficiente
- melhorar as relações com o governo enquanto acionista
- melhorar a relação com a comunidade
- definir que as estratégias da empresa sejam seguidas com maior rigor
- diminuir custos através da maior interface nas comunicações
- reduzir a incerteza em relação ao comportamento oportunista dos agentes



**2 - Entre os objetivos efetivos do conselho de administração encontram-se:**

- discutir a gestão da empresa
- discutir a estratégia da empresa
- a elaboração de métodos para o melhor desempenho financeiro da empresa
- determinar a responsabilidade dos *stakeholders* dentro da estrutura gerencial
- proteger os acionistas
- atuar como mediador entre os conflitos entre os *stakeholders*
- dar uma outra visão do desempenho aos acionistas, de forma que os mesmos possam se focar na estratégia da empresa
- trabalhar a estratégia de longo prazo da empresa
- acompanhar a desempenho da lucratividade e do crescimento, de forma que ambos andem correlacionados
- prevenir conflitos entre os acionistas





--	--	--	--	--	--

--	--	--	--	--	--

**3 - Entre as prerrogativas de transparência da empresa (*disclosure*) encontram-se:**

- informar sobre os ativos intangíveis da empresa
- informar a remuneração de diretores e conselheiros
- informar sobre as práticas de governança corporativa adotadas ou em processo de implementação pela sociedade





**4 - Entre as prerrogativas de estrutura de propriedade encontram-se:**

- aumentar o *float* das ações para evitar a concentração de voto
- aumentar o conhecimento sobre o interesse dos acionistas minoritários
- alinhar os direitos de controle com os direitos sobre o fluxo de caixa entre os acionistas
- alinhar os interesses da empresa com as recomendações dadas pela CVM
- demonstrar operações relevantes que, normalmente, não são registradas (*off-balance sheet*): arrendamento mercantil, posições em derivativos, goodwill, etc.

**5 - Entre as proteções dadas aos acionistas minoritários encontram-se:**

- convocação da assembleia de acionistas com no mínimo 30 dias de antecedência
- colocação das propostas dos acionistas na pauta da assembleia
- facilitar a presença do maior nº possível de acionistas nas assembleias
- registrar os votos dissidentes na ata de reunião, quando requeridos
- demonstrar claramente a todos os acionistas as decisões estratégicas da empresa

GRAU DE IMPORTÂNCIA					
1	2	3	4	5	0

GRAU DE PRESENÇA					
1	2	3	4	5	0









GRAU DE IMPORTÂNCIA					
1	2	3	4	5	0

GRAU DE PRESENÇA					
1	2	3	4	5	0

**1 - São considerados atributos da Governança Corporativa para o mercado e para o setor público (continuação):**

- melhor disciplina dos gerentes em relação as estratégias da empresa
- alocar recursos de forma mais eficiente
- melhorar as relações com o governo enquanto acionista
- melhorar a relação com a comunidade
- definir que as estratégias da empresa sejam seguidas com maior rigor
- diminuir custos através da maior interface nas comunicações
- reduzir a incerteza em relação ao comportamento oportunista dos agentes



**2 - Entre os objetivos efetivos do conselho de administração encontram-se:**

- discutir a gestão da empresa
- discutir a estratégia da empresa
- a elaboração de métodos para o melhor desempenho financeiro da empresa
- determinar a responsabilidade dos *stakeholders* dentro da estrutura gerencial
- proteger os acionistas
- atuar como mediador entre os conflitos entre os *stakeholders*
- dar uma outra visão do desempenho aos acionistas, de forma que os mesmos possam se focar na estratégia da empresa
- trabalhar a estratégia de longo prazo da empresa
- acompanhar a desempenho da lucratividade e do crescimento, de forma que ambos andem correlacionados
- prevenir conflitos entre os acionistas





--	--	--	--	--	--

--	--	--	--	--	--

**3 - Entre as prerrogativas de transparência da empresa (*disclosure*) encontram-se:**

- informar sobre os ativos intangíveis da empresa
- informar a remuneração de diretores e conselheiros
- informar sobre as práticas de governança corporativa adotadas ou em processo de implementação pela sociedade



**4 - Entre as prerrogativas de estrutura de propriedade encontram-se:**

- aumentar o *float* das ações para evitar a concentração de voto
- aumentar o conhecimento sobre o interesse dos acionistas minoritários
- alinhar os direitos de controle com os direitos sobre o fluxo de caixa entre os acionistas
- alinhar os interesses da empresa com as recomendações dadas pela CVM
- demonstrar operações relevantes que, normalmente, não são registradas (*off-balance sheet*): arrendamento mercantil, posições em derivativos, goodwill, etc.

**5 - Entre as proteções dadas aos acionistas minoritários encontram-se:**

- convocação da assembleia de acionistas com no mínimo 30 dias de antecedência
- colocação das propostas dos acionistas na pauta da assembleia
- facilitar a presença do maior nº possível de acionistas nas assembleias
- registrar os votos dissidentes na ata de reunião, quando requeridos
- demonstrar claramente a todos os acionistas as decisões estratégicas da empresa

GRAU DE IMPORTÂNCIA					
1	2	3	4	5	0

GRAU DE PRESENÇA					
1	2	3	4	5	0





