



4º

Congresso do Instituto Franco-Brasileiro de Administração de Empresas - IFBAE
Congrès de l'Institut Franco - Brésilien d'Administration des Entreprises - IFBAE
24 e 25 de maio de 2007
PORTO ALEGRE - RS BRASIL

B161

Qualidade da Governança Corporativa das empresas na BOVESPA e internacionalização: Evolução 2002 – 2005

Hudson Fernandes Amaral - NUFI/CAD/CEPEAD/UFMG

Bruno César de Melo Moreira - NUFI/FACE/UFMG

David John Gruberger - NUFI/FACE/UFMG

Robert Aldo Iquiapaza¹ - NUFI/CEPEAD/UFMG

Resumo: Este artigo teve o objetivo de investigar a evolução da qualidade da governança corporativa no período de 2003 a 2005. Para isto, será utilizado um índice baseado em um questionário contendo 20 perguntas binárias que avaliam a governança corporativa pelas óticas de acesso às informações; conteúdo das informações públicas; estrutura do conselho de administração e estrutura de propriedade e controle. Também foi pesquisado se há algum efeito da internacionalização das empresas no que se refere ao grau de governança corporativa. Para tanto, foi considerada uma amostra composta por 128 empresas com ações transacionadas na BOVESPA para os anos referidos. Os resultados indicaram que a governança corporativa vem se desenvolvendo lentamente, com comportamento positivo na maioria das perguntas do questionário. No entanto, apesar do crescimento do índice calculado, sua média é baixa, mostrando que ainda há muito a ser melhorado no que compete a governança corporativa nas empresas brasileiras. Outra conclusão é que a internacionalização das empresas pode estar influenciando a adoção de melhores práticas, e por sua vez, a boa governança ser um fator adicional de competitividade.

Área temática: Reestruturação setorial no contexto da globalização; Desenvolvimento local e políticas de exportação.

Palavras chave: Governança corporativa; Índice de Governança, Qualidade da Governança.

Qualité de la gouvernance corporative des entreprises à la Bourse des valeurs de São Paulo (BOVESPA) et internationalisation : évolution 2002-2005

Résumé : Cet article a pour but d'étudier l'évolution de la qualité de la gouvernance d'entreprise dans la période comprise entre 2003 et 2005. Il utilise un indicateur fondé sur un questionnaire comptant 20 questions binaires qui évaluent la gouvernance d'entreprise selon l'accès à l'information, le contenu des informations publiques, la structure du conseil d'administration et la structure de propriété et de contrôle. L'existence d'un effet d'internationalisation a été également étudiée. Ce travail a été réalisé sur un échantillon composé de 128 entreprises dont les actions sont négociées à la Bourse de valeurs de São Paulo (BOVESPA) au long de ces années. Les résultats indiquent que la gouvernance d'entreprise se développe lentement, révélant un comportement positif dans la plupart des questions formulées. Cependant, malgré l'augmentation de l'indicateur, sa moyenne reste basse. Cela indique le besoin d'améliorer les pratiques de gouvernance dans les entreprises brésiliennes. L'internationalisation des entreprises peut influencer l'adoption de meilleures

¹ O autor é Bolsista do CNPq - BRASIL



pratiques et, par contrecoup, la bonne gouvernance peut devenir un élément supplémentaire de compétitivité.

Champ thématique : Restructuration sectorielle dans le contexte de globalisation ; Développement local et politiques d'exportation.

Mots-clés : gouvernance d'entreprise, indicateur de gouvernance, qualité de l'entreprise.

1. Introdução

O desenvolvimento de um país é dependente da capacidade das empresas em conseguir o capital necessário aos investimentos. No Brasil há um problema histórico na captação de recursos de longo prazo, o que freia o desenvolvimento do país. A governança corporativa pode ser uma das soluções para este problema. Segundo Babic (2003), os países que desejam se aproveitar dos mercados globalizados e atrair capital de longo prazo devem seguir padrões internacionais de governança corporativa porque, para investidores estrangeiros, o nível de governança corporativa é um fator relevante nas decisões. Isto significa que o ambiente de transparência que a governança corporativa proporciona é benéfico ao desenvolvimento do país, à medida que as empresas, para se adequarem à nova realidade, devem se tornar mais eficientes e transparentes em suas atuações.

Segundo Claessens (2003), a literatura identificou vários canais pelos quais a governança corporativa afetaria o crescimento e desenvolvimento:

- O primeiro seria a maior facilidade ao acesso de crédito externo pelas empresas. Esta situação, por sua vez, pode conduzir a investimentos maiores, uma maior taxa de crescimento e a criação de empregos.
- O segundo canal é uma redução do custo de capital associado a uma melhor avaliação do valor da firma. Isto faz com que os investimentos se tornem mais atraentes aos investidores, também conduzindo a um crescimento mais elevado e à geração de mais empregos.
- O terceiro canal seria uma melhoria no desempenho operacional condicionado por uma melhoria na distribuição de recursos e também na administração. Esta situação geralmente proporciona uma maior criação de riquezas pelas firmas.
- Quarto, a boa governança corporativa pode ser associada com um risco reduzido de crises financeiras. Este aspecto em particular é importante pois a redução da incerteza permite uma elevação nos investimentos, além de reduzir os custos econômicos e sociais, incentivando assim o crescimento econômico.

Desta forma, melhorias nas práticas de governança corporativa poderiam gerar externalidades positivas para as empresas em si, por contribuir na solução de problemas de conflitos de interesses, reduzir custos de agência e dar mais transparência às ações das empresas, tornando-as assim, mais rentáveis e mais atrativas aos olhos de novos investidores. Essa melhoria também seria positiva para o país como um todo, pois, possibilitaria um maior desenvolvimento de seu mercado financeiro, atraindo um volume maior de capital estrangeiro e reduzindo os custos de empréstimos externos.

No entanto, embora no Brasil o termo governança corporativa não seja um conceito novo, apenas recentemente este tem ganhado a devida importância por parte das empresas. Segundo Silva (2002), o avanço de tal conceito em épocas atuais deve-se, entre outros fatores, às mudanças ocorridas nas relações entre acionistas e administradores e entre acionistas majoritários e minoritários ocasionadas por reestruturações societárias originadas das privatizações e também, devido a entrada de novos sócios nas empresas do setor privado. Desta forma, mudanças internas e de cultura, ocasionadas pela maior abertura do mercado financeiro nacional, têm contribuído para o desenvolvimento da governança corporativa no país.

Com base nos argumentos acima, o presente trabalho tem por objetivo analisar o desenvolvimento da qualidade da governança corporativa nas empresas brasileiras, utilizando-se para tanto, de um índice de governança proposto por Silveira, Barros e Famá (2004). Tal índice foi construído pelos referidos autores, baseando-se em vinte perguntas binárias, aplicadas às empresas de capital aberto, com ações transacionadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), onde os mesmos puderam avaliar o grau de governança corporativa para as empresas, no ano de 2002.

No presente artigo, através da aplicação do mesmo questionário pretende-se estender o horizonte temporal desta análise, fazendo o cálculo para os anos de 2003, 2004 e 2005, e, simultaneamente, pesquisar se há algum efeito da internacionalização no nível de governança corporativa das empresas. Tal trabalho se mostra válido, pois ficou constatado que a maioria dos trabalhos empíricos, que têm analisado os indicadores de qualidade da governança corporativa, o fazem somente até o ano de 2002, sendo que uma análise para os anos atuais é relevante para analisar a evolução da governança corporativa no país num período onde a mesma tem se desenvolvido fortemente.

2. Fundamentação teórica

2.1. O conceito de Governança Corporativa

O conceito de governança corporativa vem sendo utilizado nos países desenvolvidos a mais ou menos 15 anos, contudo, esta nomenclatura só passou a ser utilizada no Brasil em tempos ainda mais recentes e seu conceito não alcançou consenso.

Dentre os diversos conceitos, segundo Andrade e Rossetti (2004), existem aqueles que se concentram nos direitos dos acionistas minoritários; outros no sistema de relação existente entre os acionistas, conselho e diretoria; há ainda os que se preocupam com os sistemas de governo, gestão e controle, a estrutura de poder e a definição de estratégias; e por último, os que enfatizam o sistema de valores e o padrão de comportamento da firma. Alguns destes são sintetizados a seguir:

Segundo a *Organization for Economic Co-operation and Development* –OECD (2003), a governança corporativa examina a estrutura política e institucional das corporações, sendo um elemento chave no desenvolvimento e crescimento econômico, além de fator importante na obtenção da confiança do investidor.

Para o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC (2006), “governança corporativa é o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre Acionistas / Cotistas, Conselho de Administração, Diretoria, Auditoria Independente e Conselho Fiscal”, tendo então, a finalidade de aumentar o valor das firmas, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para a sua perenidade.

Na mesma linha, a Comissão de Valores Mobiliários – CVM (2002), dispõe que “governança corporativa é o conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital”.

A governança corporativa é um meio importante de desenvolvimento do mercado de capitais e, por conseqüência, do país onde ela está sendo implementada. Segundo Babic (2003), a governança corporativa pode ser explicada por quatro principais influências: (1) criação de uma instituição chave que dirige uma transformação econômica de sucesso para uma economia baseada no mercado; (2) alocação efetiva dos capitais e desenvolvimento do mercado financeiro; (3) atração de investimentos estrangeiros; (4) dar contribuição ao processo de desenvolvimento nacional. Ainda segundo o autor, o desenvolvimento da governança corporativa exige o estabelecimento de instituições de economia de mercado



4^o

Congresso do Instituto Franco-Brasileiro de Administração de Empresas - IFBAE
Congrès de l'Institut Franco - Brésilien d'Administration des Entreprises - IFBAE
24 e 25 de maio de 2007
PORTO ALEGRE - RS BRASIL

necessários ao crescimento econômico. “Sem boa governança corporativa, empresas não conseguem executar suas principais missões de maximizar lucros e contribuir para o bem-estar social com máxima efetividade”. A boa governança corporativa seria essencial para o desenvolvimento do mercado com a alocação eficiente de recursos financeiros e, conseqüentemente, ao crescimento econômico.

Ainda segundo Babic (2003), a aceitação de uma cultura de boa governança corporativa por gerentes, donos e *stakeholders* é importante para que empresas possam operar com sucesso. A partir do momento que a gerência está disciplinada em agir na direção da governança corporativa, ela é levada a alocar recursos da companhia de uma maneira mais eficiente.

Como se pode perceber, apesar de não termos um consenso, a governança corporativa pode ser entendida por uma linha mestra que abrange grande parte dos conceitos existentes. Deste modo, pode ser entendida como um conjunto de valores e normas que visa diminuir conflitos de interesse, maximizar a riqueza dos acionistas, buscando sempre levar em conta os interesses dos *stakeholders*, com ênfase nas minorias, objetivando sempre otimizar o desempenho das empresas e promovendo assim, o desenvolvimento e crescimento econômico local.

2.2. Governança Corporativa e Conflitos de Agência

As relações de agência constituem um dos elementos chaves que a governança corporativa pretende solucionar.

Tais relações, também denominadas problemas do agente-principal, surgem, segundo Jensen e Meckling (1976), da separação entre propriedade e controle nas firmas. Esta ocorre quando os proprietários (principal) contratam outros indivíduos (os agentes) para prestarem serviços de gerência nas empresas, que requerem algum tipo de tomada de decisão. Quando nem sempre os agentes agem de forma a maximizar os interesses do principal, origina-se o problema dos conflitos de agência, que além de gerarem custos para as empresas, as tornam menos eficientes.

Como ressaltam Andrade e Rossetti (2004), alguns fatores que explicariam a divergência de interesses entre gerentes e acionistas estão demonstrados a seguir:

- busca de status, poder e prestígio: alguns gerentes podem ter condutas inadequadas à busca de maximização de lucro quando perseguem interesses próprios;
- busca por perfeição e excelência profissional: podem-se desenvolver projetos que garantam visibilidade ao profissional perante o mercado sem, contudo, garantir a maximização de lucro;
- preferência por segurança: alguns gerentes podem ser mais conservadores e perdem oportunidades cujos retornos seriam maiores, mas que gerariam também maiores riscos;
- preferência por crescimento e participação nos mercados: alguns gerentes poderiam objetivar o crescimento da empresa, aumentar ou mesmo consolidar participação da mesma no mercado, o que exigiria o reinvestimento de maior parte do lucro;
- competição interna: podem-se ter competições internas prejudiciais por parte dos diversos setores, onde cada um quer se sobressair perante os demais e onde o objetivo da maximização dos lucros é deixado em segundo plano.

Segundo Jensen e Meckling (1976), seria quase impossível para o principal garantir que o agente tome decisões que maximizem seus interesses sem incorrer em custos. Desta forma, os custos depreendidos pelos principais monitorando os agentes, somados aos custos de elaboração de contratos entre o principal e o agente, mais os sistemas de incentivos, mais as perdas residuais ocasionadas pela redução da riqueza do principal

devido a possíveis divergências entre as decisões do agente e as decisões que iriam maximizar a riqueza do principal, são definidos como custos de agência.

Esta análise pode ser estendida, caracterizando a relação de agência como a dificuldade de conciliação de interesses entre “velhos” acionistas, “novos acionistas”, acionistas majoritários, acionistas minoritários, credores e gerentes. Quanto maior o grau de divergência entre os interesses das partes, maiores serão os custos de agência. Por exemplo, quando há dívida de longo prazo na estrutura de capital, os acionistas estariam interessados em deixar passar projetos com retorno positivo se perceberem que os lucros seriam destinados somente ao pagamento dos juros aos credores.

Desta forma a governança corporativa, quando bem estruturada, serviria para minimizar esses tipos de problemas que, segundo Andrade e Rossetti (2004), são questões chave da gestão de companhias de capital aberto. Para tanto, é necessário que as empresas adotem como práticas recorrentes, a boa governança corporativa.

2.3. Boa governança corporativa

Uma boa governança corporativa é resultado de ações das empresas que ultrapassem os limites da legislação vigente, implantando nas empresas regras de moral e ética, imprescindíveis à participação das mesmas em um mercado aberto.

Segundo a OECD, “a boa governança proporciona subsídios para que a diretoria e a gerência persigam os objetivos de interesse da companhia e dos acionistas”. Além disso, um sistema eficiente de governança corporativa proporciona um ambiente de segurança e confiança, necessário ao bom desenvolvimento do mercado de capitais.

Neto e Famá (2003) ressaltam ainda um outro aspecto importante. Segundo os autores, a adoção de boas práticas de governança corporativa possibilita uma gestão mais profissionalizada e transparente, diminuindo a assimetria informacional. Em última instância, ao diminuir os custos, os riscos, promover mais transparência nas ações das empresas, a governança corporativa possibilita um aumento de investimentos externos no país e financiamento com juros mais baixos através da entrada de capital.

A boa governança possui, portanto, as seguintes características ressaltadas por Lodi (2000) e pela *United Nations Economics and Social Commission for Asia and the Pacific – UNESCAP* (2006), que ajudam a minimizar a corrupção e levar em conta as opiniões das minorias. São elas:

- **Independência:** independência do conselho, conselheiros que não trabalham e não tem vínculo algum com a empresa, independência entre presidente do conselho e da diretoria. Todas estas medidas para evitar conflitos de interesse além de tentar ao máximo que as decisões sejam tomadas por um consenso, levando em conta as opiniões de todos os grupos.

- **Transparência:** as informações devem ser disponibilizadas de forma mais clara, exata e oportuna possível, sendo livremente disponível e diretamente acessível, facilitando aos investidores e ao mercado financeiro como um todo.

- Estado de **direito e participação:** a boa governança requer uma estrutura legal, justa e imparcial, que respeite as leis vigentes e se pautem pela ética e moral, e isto também ocorre quando se possibilita uma participação igualitária entre mulheres e homens, minorias e majorias nos conselhos, para que os interesses dos mais vulneráveis não sejam omitidos.

- **Responsabilidade e responsividade:** A boa governança determina que as instituições e os processos devem servir a todas as partes interessadas e não apenas pessoas privilegiadas.

- **Efetividade e eficiência:** A boa governança determina que os processos devem produzir os melhores resultados possíveis, de acordo com as necessidades de todas as partes, fazendo para isso, o melhor uso possível dos recursos à sua disposição.

- **Accountability** – Responsabilidade nas Prestações de Conta: Com a existência de diretoria, conselho, assembléia e auditorias compostas por membros diversos, estes podem fiscalizar uns os outros e prestarem contas aos acionistas, demais membros e ao mercado em geral.

A prática da boa governança corporativa, sintetizada nos elementos acima, é de suma importância, refletindo em externalidades positivas não só para as empresas e seus investidores, mas também para o mercado acionário e a economia do país como um todo.

2.4. Governança Corporativa no Brasil

O modelo de governança corporativa praticado no Brasil sofre influência do modelo de governança adotado internacionalmente, especialmente norte-americano e europeu, além de diversos outros fatores. Como ressaltam Andrade e Rossetti (2004) tais fatores podem ter origens internas ou externas, mas acabam interferindo nos valores e princípios que condicionam o modelo adotado. Essas condições podem ser divididas em três grandes grupos: condições externas no ambiente mundial, condições externas no ambiente do país e condições internas das empresas.

➤ Condições externas: ambiente mundial.

Como condições externas, entendem-se os fatores que afetam o modelo de governança corporativa que não fazem parte do escopo das empresas.

O ambiente mundial é um fator externo muito importante. Dado a existência de mercados mais desenvolvidos, o crescente número de países que vêm adotando melhores práticas de governança corporativa e seu reconhecido efeito positivo, surge uma grande pressão no sentido que o mercado de capital brasileiro se ajuste às novas tendências, para adquirir maior clareza e transparência nas suas ações.

➤ Condições externas: ambiente no país.

Aqui, os autores fazem ainda quatro subdivisões. Dentre os fatores externos às companhias, mas dentro de um ambiente nacional, ressaltam: fontes de financiamento, cenário macroeconômico, condições institucionais e cenário corporativo.

As fontes de financiamento influem na maneira como as companhias têm acesso a crédito. As dificuldades em acessar recursos de fundos internos em longo prazo, os altos custos de alavancagem financeira, a pouca expressividade do mercado interno de capitais, os baixos índices de investimentos em relação ao PIB e a existência de um alto nível de “deságios” de governança devido a pouca transparência são fatores englobados na questão do financiamento.

O cenário macroeconômico é importante porque define determinantes que podem ter importância significativa. No cenário brasileiro atual pode-se ver a estabilização da economia, que gera pressão sobre as empresas por melhores resultados; a alta participação dos impostos na riqueza gerada pelas empresas; a abertura econômica, trazendo maiores fluxos de transações externas; e o crescimento moderado com evidência de gargalos nas cadeias de suprimentos, como fatores em nível macroeconômico.

Os fatores institucionais estão diretamente ligados à maneira como o mercado vê a empresa, fazendo com que ela melhore seu modelo de governança. Entre esses fatores estão: as pressões e recomendações por melhores práticas corporativas; a revisão dos marcos legais e regulatórios; os crescentes incentivos por melhores práticas de governança,



4º

Congresso do Instituto Franco-Brasileiro de Administração de Empresas - IFBAE
Congrès de l'Institut Franco - Brésilien d'Administration des Entreprises - IFBAE
24 e 25 de maio de 2007
PORTO ALEGRE - RS BRASIL

como liberação de recursos pelo BNDES subordinada à avaliação do modelo de governança; os critérios de listagem de bolsa diferenciados aos diferentes tipos de governança; e a incorporação, por órgãos reguladores, de critérios de mercado, recomendando práticas de boa governança corporativa melhores que as previstas pela lei.

Dentro do cenário corporativo é possível ver qual é a natureza geral da situação empresarial brasileira. Seus principais fatores são: pequeno nível de empresas de grande porte e de atuação global quando se compara às economias industriais avançadas: companhias focadas em maximização de retornos e geração de valor; mudanças e reacomodações na estrutura de propriedade, com surgimento de empresas controladas por consórcios; alta concentração na estrutura de propriedade; número expressivo de grandes corporações com capital fechado (grupos familiares); acionistas minoritários e portadores de ações preferenciais pouco ativos, com interesses não inteiramente reconhecidos; e estruturas de propriedade pulverizadas praticamente inexistentes.

➤ Condições internas:

Segundo Andrade e Rossetti (2004), condições internas são aquelas que têm origem dentro das próprias corporações. Seus principais fatores são: alta sobreposição entre propriedade e direção executiva; baixa efetividade dos conselhos de administração, constituídos por membros por afinidades pessoais; estilo de gestão predominante do tipo *command-and-control*, fazendo a empresa depender de lideranças carismáticas e personalistas; falta de clareza na divisão dos papéis dos acionistas, do conselho de administração e da direção executiva, potencializando conflitos; e pouca clareza quanto à relação benefícios/custos da boa governança corporativa e da migração para listagens diferenciadas.

Assim, o modelo de governança adotado no país sofre diversos tipos de influência. A grande maioria exerce pressão no sentido de melhorá-lo, torná-lo mais confiável e transparente aos olhos dos investidores internos e externos, mas, apesar de tudo, tal modelo ainda está longe de ser considerado satisfatório. Algumas de suas principais características, que corroboram tal afirmação: A alta concentração acionária, das empresas que possuíam ações ordinárias e tiveram presença em bolsa em 31/12/2005, seus acionistas controladores² possuíam em média 82,5% das ações ordinárias; Outra característica é a de que, em grande parte das empresas, como os acionistas minoritários não são ativos, geralmente não possuindo voz ativa nas assembleias gerais ou em qualquer âmbito empresarial, nem sempre os interesses destes são levados em consideração por parte dos acionistas majoritários ou controladores.

Segundo os estudos de Gouvêa e Wong (2001), também foi constatado um alto grau de sobreposição entre a propriedade e a estrutura do conselho, com grande parte dos integrantes do conselho sendo representantes ou os próprios donos de grande número de ações ordinárias, enquanto apenas uma pequena parcela, algo em torno de 10%, representam acionistas minoritários.

Ainda, como ressalta o estudo realizado pelas empresas *Korn/Ferry International e McKinsey & Company* (2001), pouca clareza na divisão dos papéis entre conselho e diretoria, principalmente quando se trata de empresas familiares, além disso, o Conselho de Administração geralmente possui uma estrutura informal, muitas vezes sem comitês para tratamento de questões específicas, e conselheiros profissionais. O mesmo estudo ressalta ainda que, "o modelo atual de governança não responde de forma adequada aos novos desafios, além de não satisfazer um número significativo de conselheiros".

² Considerando-se como acionista controlador, os cinco maiores acionistas da empresa.

Deste modo, nota-se que, apesar do nosso modelo de governança corporativa ser incipiente, marcado por uma alta concentração acionária, por um conselho composto por maioria de conselheiros internos, onde, segundo Gouvêa e Wong (2001) predominam estruturas informais e pouca clareza na divisão dos papéis do conselho e dos executivos, ainda há esperanças de que possa haver um desenvolvimento positivo nessa área. Assim,

“O modelo empresarial brasileiro encontra-se num momento de transição. De oligopólios, empresas de controle e administração exclusivamente familiar e controle acionário definido e altamente concentrado, com acionistas minoritários passivos e Conselhos de Administração sem poder de decisão, caminhamos para uma nova estrutura de empresa, marcada pela participação de investidores institucionais, fragmentação do controle acionário e pelo foco na eficiência econômica e transparência de gestão.” (IBGC, 2006)

Estando entre os elementos condicionantes a estas mudanças:

- as privatizações, as fusões e aquisições;
- o impacto da globalização;
- necessidades de financiamento e, conseqüentemente, o custo do capital;
- a intensificação dos investimentos de fundos de pensão; e
- a postura mais ativa de atuação dos investidores institucionais nacionais e internacionais.

De fato, podem-se perceber as mudanças que estão acontecendo nos dias atuais devido aos estímulos ao aprimoramento da governança corporativa. Entre elas, o IBGC destaca:

1) Reforma na Lei das Sociedades Anônimas³: Reforma que teve por objetivo ampliar os direitos dos acionistas minoritários. As mudanças adotadas, e que representaram uma melhoria no padrão de conduta por parte das empresas, foram sintetizados pela CVM (2002) e também exploradas por Andrade e Rossetti (2004).

2) Criação em 2000 de um mercado pela Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA, que, possibilitaria aos investidores reconhecerem as empresas que se comprometam, voluntariamente, com a adoção de práticas de governança corporativa adicionais, em relação ao que é exigido pela legislação, e assim, demonstrem maior transparência em suas informações. Segundo a BOVESPA (2006a), este segmento especial do mercado foi denominado Novo Mercado e os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa – Nível 1 e Nível 2. O primeiro é direcionado principalmente às empresas que venham a abrir capital, enquanto os Níveis Diferenciados, Nível 1 e Nível 2, são direcionados para empresas que já possuem ações negociadas na BOVESPA.

Portanto, pode-se observar que são muitas as mudanças propostas, todas em prol de um mercado de capitais mais dinâmico e desenvolvido no país. Mas a chave é saber se as empresas brasileiras estão realmente dispostas a mudarem e se adequarem à nova realidade, adotando assim, medidas para melhorar suas práticas de governança corporativa.

3. Metodologia

A governança corporativa é um assunto relativamente novo no mercado de capitais brasileiro, mas tem ganhado muita visibilidade nos últimos anos com a criação do Instituto

³ LEI Nº 10.303 - de 31 de Outubro de 2001 - DOU de 01/11/2001 que altera e acrescenta dispositivos na Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários.

Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), do primeiro Código Brasileiro da Melhores Práticas de Governança Corporativa e com a reforma da lei das sociedades anônimas em 2001, como ressaltam Neto e Famá (2003), além da implantação de níveis diferenciados de governança corporativa, Nível 1 e Nível 2 e Novo Mercado, em 2000 pela BOVESPA. Tais mudanças provocaram transformações na maneira como as empresas se relacionam e são vistas pelo mercado, o que de certa forma pode ter reflexos nos desempenhos em bolsa e em sua liquidez.

Neste cenário, tendo como propósito analisar o desenvolvimento da qualidade da governança corporativa no Brasil tomou-se como base o questionário proposto por Silveira, Barros e Famá (2004). Tal estudo utilizou-se de um índice de práticas de governança corporativa, denominado IGOV, para avaliar a qualidade da governança das empresas. A construção deste índice se baseia em um questionário composto por 20 questões objetivas cujas respostas seriam sim e não. Para cada resposta sim, é computado 1 ponto às empresas, sendo o somatório final, o valor do IGOV das mesmas.

Segundo Silveira, Barros e Famá (2004) a construção deste índice leva em conta as quatro dimensões consideradas importantes para avaliação das práticas de governança corporativa, são elas: “acesso às informações; conteúdo das informações; estrutura do conselho de administração; e estrutura de propriedade e controle”. A justificativa de cada uma das questões é apresentada em Silveira, Barros e Famá (2005).

Desta maneira, a fim de se analisar como se desenvolveu a governança corporativa no país, calculou-se este índice para os anos de 2003 a 2005. Disposto de tais resultados, utilizou-se de estatística descritiva para analisar o desenvolvimento de indicadores como média, mediana, desvio padrão e seus valores de máximo e mínimo e o teste t para comparação de médias.

Para a amostra, foram selecionadas empresas de capital aberto negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), que apresentaram liquidez anual maior que 0,001% em 2003, 2004 e 2005, resultando num total de 128 empresas. Tentou-se conservar o mesmo número de empresas observadas no trabalho de Silveira, Barros e Famá (2004), o que representaria cerca de 161 empresas, no entanto, foram encontradas algumas dificuldades já que várias empresas, principalmente do setor de telecomunicações, sofreram processos de fusões e aquisições, outras tantas tiveram seus registros na Bovespa canceladas, em 2 casos a homepage se encontrou temporariamente em manutenção durante o período da coleta de dados (de 14/10/2006 até 23/11/2006), o que não nos permitiu seu acesso e, por último, houve empresas cujo contato direto não foi possível por falta de retorno. Contudo, esta redução no número de empresas não afeta a análise, pois o montante final de empresas, representa um número significativo de empresas.

Para analisar os efeitos da internacionalização nas características relacionadas à governança corporativa das empresas que atuam no exterior, comparou-se os resultados do índice IGOV obtido pelas empresas internacionalizáveis com as outras empresas. Foram consideradas empresas internacionalizáveis aquelas que estão entre as 100 maiores empresas exportadoras e/ou aquelas que emitiram ADR's na Bolsa de New York nos anos incluídos no período de análise. Desta forma, a amostra das empresas internacionalizáveis resultou em 46 empresas. Neste caso, a metodologia utilizada foi um teste de média através do software econométrico SPSS v. 13. Desta forma, pôde-se comparar as médias destes dois conjuntos de empresas.

4. Resultados

4.1. A evolução da Qualidade da Governança Corporativa

No QUADRO 1 apresentam-se as perguntas do questionário e o percentual de empresas que obtiveram pontos, ou seja, tiveram respostas afirmativas nas referidas perguntas, para cada ano. Pode-se observar que, em geral, o desenvolvimento da governança corporativa, pela avaliação das respostas, a partir de 2002 até o ano de 2005 foi positivo. Das vinte perguntas realizadas, dezesseis obtiveram pontuações crescentes nestes anos, duas tiveram flutuações em suas respostas, mas o resultado de 2005 ainda assim foi maior que o de 2002 (perguntas 11 e 13) e apenas duas (perguntas 16 e 19) tiveram resultados piores em 2005 do que 2002, como se analisa a seguir.

Quatro perguntas (11, 13, 16, 19) referem-se à estrutura do Conselho de Administração e também a estrutura de propriedade e controle. As duas primeiras indicam que a composição do conselho e sua presidência constantemente são alteradas e o mandato de seus membros, em muitos casos, não são padronizados. Já as duas últimas, que apresentaram redução de 2002 para 2005, reforçam a idéia demonstrada anteriormente de que a concentração acionária ainda é alta no país e de que muitas empresas usam a emissão de ações preferenciais para manterem a concentração dos direitos sobre fluxo de caixa sem respeitar o direito de acionistas minoritários. Dado a evolução destes indicadores, aparentemente não há muita perspectiva de melhoras no curto prazo.

Outra situação encontrada refere-se à pergunta 9 cujos indicadores, apesar de se elevarem de 2002 para 2005, continuam extremamente baixos, demonstrando que as empresas não se interessam em divulgar estimativas de lucros ou projeções de retornos financeiros, o que muitas vezes dificulta o trabalho de analistas do mercado e tornam seu futuro mais obscuro para os próprios acionistas e investidores potenciais.

QUADRO 1

Resultados da aplicação do questionário (Índice IGOV)

| Questão | Pergunta do IGOV | 2002* | 2003 | 2004 | 2005 |
|---------|---|--------|--------|--------|--------|
| 1 | É possível obter o Relatório Anual (RA) da companhia via Internet? | 46,10% | 60,47% | 60,47% | 60,47% |
| 2 | O website dispõe de documentos relativos a governança corporativa? | 16,90% | 39,53% | 39,53% | 40,31% |
| 3 | O website dispõe de apresentações para analistas ou dados que possibilitem projeções operacionais e financeiras da empresa? | 36,40% | 48,84% | 49,61% | 49,61% |
| 4 | O website é bilíngüe e possui uma seção de Relações com os Investidores? | 41,60% | 59,69% | 59,69% | 59,69% |
| 5 | Não houve necessidade de contato direto com a companhia para obtenção de informações sobre a empresa? | 48,10% | 60,47% | 60,47% | 60,47% |
| 6 | O RA inclui uma seção específica dedicada à implementação de princípios de Governança? | 23,40% | 37,21% | 39,53% | 38,76% |
| 7 | O RA ou outro documento explica a remuneração global dos executivos? | 15,60% | 91,47% | 91,47% | 89,92% |
| 8 | Os demonstrativos são apresentados em US-GAAP ou IAS-GAAP? | 19,50% | 41,86% | 42,64% | 43,41% |
| 9 | O RA ou website inclui uma seção com estimativas de lucros ou projeções de retornos financeiros (ROA, ROE, etc.)? | 1,90% | 2,33% | 2,33% | 2,33% |

| | | | | | |
|----|--|--------|--------|--------|--------|
| 10 | O RA ou algum outro documento corporativo apresenta o valor adicionado/destruído pelo negócio no período com base em alguma medida de lucro econômico? | 3,90% | 7,75% | 8,53% | 8,53% |
| 11 | Os cargos de Diretor Executivo e Presidente do conselho de administração (CA) são ocupados por pessoas diferentes? | 63,00% | 68,22% | 67,44% | 65,89% |
| 12 | A empresa possui um CA com 5 a 9 membros? | 62,30% | 64,34% | 64,34% | 64,34% |
| 13 | Mais do que 80% do CA é composto por conselheiros externos? | 55,80% | 60,47% | 58,14% | 58,14% |
| 14 | O conselho de administração possui mandato unificado de um ano? | 22,70% | 24,81% | 23,26% | 24,81% |
| 15 | A empresa não possui Acordo de Acionistas? | 69,50% | 75,19% | 75,19% | 75,19% |
| 16 | A empresa emite apenas ações com direito a voto (ON)? | 12,30% | 10,85% | 10,85% | 10,85% |
| 17 | As preferenciais correspondem a menos que 50% do total de ações? | 37,70% | 40,31% | 40,31% | 40,31% |
| 18 | O controlador possui menos do que 70% do total de ordinárias? | 38,30% | 58,14% | 58,14% | 58,91% |
| 19 | O excesso (DIF) de direitos de voto (%ON) em relação aos direitos sobre o fluxo de caixa (%TA) do controlador é menor que 23%? | 51,30% | 50,39% | 50,39% | 50,39% |
| 20 | A empresa concede tag along aos detentores de ações preferenciais? | 16,20% | 16,28% | 18,60% | 20,93% |

* Resultados obtidos por Silveira, Barros e Famá (2005)

Fonte: Elaborado pelos autores da pesquisa

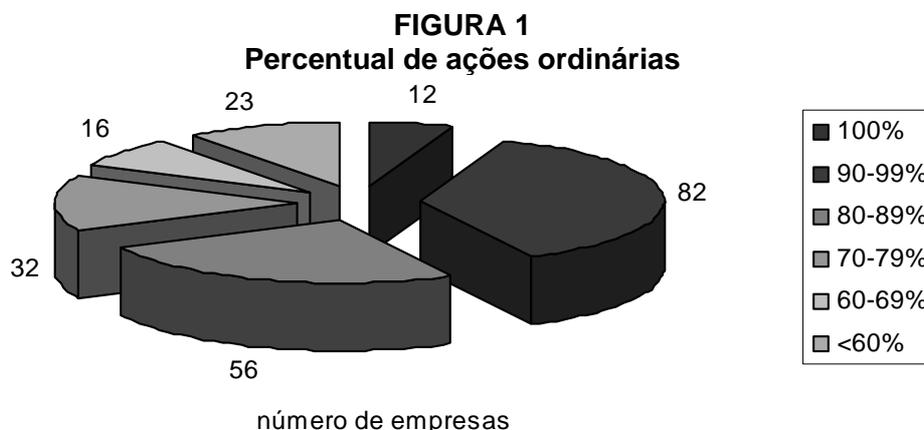
Com relação à pergunta 7, considerou-se como “outros documentos” o formulário “Informações Anuais (IAN)”, que é enviado pelas empresas à CVM sempre que se verificar fatos relevantes que alterem informações das mesmas. Desta forma, um número muito grande de empresas apresentam informações relativas à remuneração global de seus executivos, através do IAN, disponibilizado através da CVM pelo Sistema de Divulgação Externo DIVEXT⁴.

Com relação à pergunta 18, se o controlador possui menos do que 70% do total de ações ordinárias, apesar da melhora do índice de 38% para 59%, a concentração de propriedade no país ainda é considerada alta e, mesmo esta melhora pode ser ilusória já que constatou-se que algumas empresas, com uma maior concentração do controlador, deixaram de estar cotadas na bolsa. De fato, o modelo de governança adotado no Brasil revela uma alta concentração acionária. Utilizando-se as informações disponibilizadas pela Econômica Ltda., percebe-se que das 222 empresas que possuíam ações ordinárias e tiveram presença em bolsa no ano de 2005, seus acionistas controladores⁵ possuíam em média 82,5% das ações ordinárias, em 31/12/2005. Como se apresenta na FIG. 1, existe

⁴Segundo a BOVESPA, o DIVEXT é “um programa especialmente desenvolvido para permitir a consulta das informações que as Companhias Abertas enviam à BOVESPA e à CVM - Comissão de Valores Mobiliários”.

⁵ Considerou-se como acionista controlador, os cinco maiores acionistas da empresa.

ainda um grande número de empresas, 94 no total (12+82), onde esta concentração ultrapassa os 90 %, chegando até a sua totalidade.



FONTE: Elaboração própria com dados da Economática.

Contudo, alguns resultados apresentaram significativa melhora. Em destaque têm-se as perguntas 2, 6 e 8. Para as perguntas 2 e 8, seus índices mais que dobraram de 2002 para 2005, enquanto a pergunta 6 teve variação positiva de aproximadamente 65%. Estes resultados demonstram que realmente a governança corporativa passou a receber mais importância pelas empresas nestes últimos anos, e o aumento do indicador da pergunta 8 propriamente dita, destaca ainda que mais empresas estão aderindo ao Novo Mercado e alcançando o Nível 2 de governança corporativa, que exigem a adequação dos demonstrativos financeiros aos padrões US GAAP ou IAS GAAP. A saber, em Dezembro de 2002 apenas três empresas estavam listadas no Nível 2 de governança corporativa e somente duas no Novo Mercado, já em Dezembro de 2006 este número se elevou e chegou à marca de quatorze empresas listadas no Nível 2 de governança corporativa e quarenta e quatro no Novo Mercado (BOVESPA, 2006b).

Todas as demais perguntas (1, 3, 4, 5, 10, 12, 14, 15, 17 e 20) obtiveram resultados positivos, o que de fato é um bom sinal de desenvolvimento das práticas de governança corporativa.

Realizou-se também uma análise utilizando estatística descritiva sobre a média de pontos obtidos pelas empresas nestes anos, o que pode ser observado pela TAB. 1.

TABELA 1
Estatísticas descritivas do IGOV – 2002 a 2005

| | 2002* | | 2003 | | 2004 | | 2005 |
|---------------|-------|---------------|------|---------------|------|---------------|------|
| | 6,7 | | 9,1 | | 9,2 | | 9,2 |
| Média | 6 | Média | 8 | Média | 0 | Média | 4 |
| Mediana | 6 | Mediana | 9 | Mediana | 10 | Mediana | 10 |
| Desvio padrão | 3,4 | Desvio padrão | 3,5 | Desvio padrão | 3,6 | Desvio padrão | 3,6 |
| Mínimo | 9 | Mínimo | 8 | Mínimo | 1 | Mínimo | 4 |
| Máximo | 1 | Máximo | 3 | Máximo | 3 | Máximo | 3 |
| Empresas | 16 | Empresas | 16 | Empresas | 16 | Empresas | 17 |
| | 161 | | 128 | | 128 | | 128 |

* Resultados obtidos por Silveira, Barros e Famá (2005)

Fonte: Elaboração própria

Nota-se que a pontuação média das empresas brasileiras é relativamente baixa, em torno de 46% do total de pontos possíveis de se obter. Mas, novamente, um ponto positivo é percebido quando se considera que, mesmo baixa, a pontuação média empresas vem aumentando ao longo dos anos avaliados. Observou-se também que de 2002 para os outros

anos, a média aumentou consideravelmente, mostrando que houve melhora significativa nas práticas de governança corporativa. A consideração de dados do DIVEXT na análise da pergunta 7, relacionada a disponibilidade de remuneração de executivos, foi decisiva. Contudo, ainda sim os demais dados se mostraram melhores e na maioria das outras perguntas, houve um crescimento de respostas positivas. De acordo com a estatística t, as médias para os anos de 2003, 2004 e 2005 se mostraram estatisticamente superiores à média de 2002 (valor-p = 0.000). De 2003 para 2005 não se observou diferença significativa.

A mediana também aumentou de 2003 para 2005 de 6 até 10; a pontuação máxima obtida, aumentou de 16 para 17; sendo que a pontuação mínima, subiu de 1 ponto para 3, o que é um resultado que permite verificar uma evolução positiva.

Também analisou-se os resultados para as quatro dimensões da governança corporativa, consideradas no questionário: acesso às informações (perguntas 1 a 5); conteúdo das informações (perguntas 6 a 10); estrutura do conselho de administração (perguntas 11 a 16) e estrutura de propriedade e controle (perguntas 7 a 20). Para cada dimensão calculou-se a média das respostas obtidas por cada empresa (TAB. 2).

TABELA 2
Estatísticas descritivas do IGOV – 2002 a 2005

| Dimensão Governança Corporativa | Ano | | | | Comparação 2005 - 2002 | | Comparação 2005 - 2003 | |
|--|------|------|------|------|------------------------|-----------------------------------|------------------------|-----------------------------------|
| | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | Estatística t | Valor p ($\mu_{05} > \mu_{02}$) | Estatística t | Valor p ($\mu_{05} > \mu_{03}$) |
| Acesso às informações | 1.87 | 2.68 | 2.69 | 2.71 | 3.46 | 0.0003 | 1.35 | 0.0904 |
| Conteúdo das informações | 0.64 | 1.81 | 1.84 | 1.83 | 8.94 | 0.0000 | 0.58 | 0.2828 |
| Estrutura do conselho de administração | 2.72 | 2.93 | 2.88 | 2.88 | 1.25 | 0.1070 | -0.73 | 0.7655 |
| Estrutura de propriedade e controle | 1.55 | 1.76 | 1.78 | 1.81 | 1.88 | 0.0306 | 1.30 | 0.0974 |
| Média IGOV | 6.76 | 9.18 | 9.20 | 9.24 | 5.89 | 0.0000 | 0.59 | 0.2788 |

Fonte: Elaboração própria

Por meio de um teste t de comparação de médias constatou-se que efetivamente houve uma melhora significativa, ao nível de 5%, de 2002 para 2005, nas dimensões de acesso às informações, conteúdo das informações e estrutura de propriedade e controle. A melhora na estrutura do conselho de administração foi significativa somente ao nível de 11%. Contudo, quando comparou-se os valores obtidos para as referidas dimensões entre os anos 2003, 2004 e 2005, concluiu-se que houve uma evolução estatisticamente significativa de 2004 para 2005 e de 2003 para 2005 apenas para as perguntas sobre acesso às informações (valor-p = 0.041, 0.0904 respectivamente), e de 2003 para 2005 na estrutura de propriedade e controle (valor-p = 0.097). As demais comparações não mostraram diferenças estatisticamente significativas. Uma possível explicação da melhora da governança a partir de 2003 pode estar na maior adesão das empresas aos níveis de governança da BOVESPA.

4.2. Há efeito da internacionalização na Governança Corporativa?

Também foi analisado o resultado do indicador de governança corporativa IGOV, obtido por meio do questionário, das empresas que atuam no exterior, em relação às demais empresas da amostra. Como indicado na metodologia, foram consideradas atuantes internacionalmente as empresas da amostra que estão entre as 100 maiores empresas exportadoras e/ou aquelas que emitiram ADR's nos referidos anos.

Esta análise tem o intuito de observar se empresas que estão inseridas no mercado mundial, seja através do comércio, seja através de negociações em bolsas estrangeiras, possuem nível de governança corporativa diferente das inseridas principalmente no âmbito nacional. Isto se deve ao fato que em alguns países, principalmente onde o mercado acionário se encontra em um estágio mais evoluído, as exigências com relação à adoção de melhores práticas de governança corporativa são maiores. Desta forma, separando as empresas por estes critérios obteve-se um total de 46 empresas caracterizadas como atuantes internacionalmente, e a análise do IGOV para as mesmas é apresentada na TAB. 3.

TABELA 3
Estatísticas descritivas do IGOV para Empresas Internacionalizáveis – 2002 a 2005

| 2002 | | 2003 | | 2004 | | 2005 | |
|---------------|------|---------------|-------|---------------|-------|---------------|-------|
| Média | 8,76 | Média | 11,39 | Média | 11,46 | Média | 11,57 |
| Mediana | 9 | Mediana | 12 | Mediana | 12 | Mediana | 12 |
| Desvio padrão | 3,36 | Desvio padrão | 2,68 | Desvio padrão | 2,88 | Desvio padrão | 2,90 |
| Mínimo | 2 | Mínimo | 5 | Mínimo | 5 | Mínimo | 5 |
| Máximo | 16 | Máximo | 15 | Máximo | 15 | Máximo | 17 |
| Empresas | 46 | Empresas | 46 | Empresas | 46 | Empresas | 46 |

Fonte: Elaboração própria

Como esperado, nota-se que os indicadores estatísticos se mostraram mais elevados para estes tipos de empresa (Comparação das TABs. 1 e 2). A média das empresas internacionalizáveis, por exemplo, chega a ser quase 30% mais elevada para o ano de 2002, 25% em 2003, 2004 e 2005, em comparação às demais empresas. Em todos os casos, de acordo com a estatística t, as médias para as empresas internacionalizáveis foram estatisticamente superiores às médias de todas as outras empresas (valor-p = 0.000). Além disso, o valor mínimo registrado também se elevou nos quatro anos analisados e a dispersão foi menor. Isto significaria que as empresas deste grupo adotam melhores práticas de governança, seja por pressões do ambiente de negócios ou para ter mais um fator de competitividade.

5. Considerações finais

O principal objetivo deste trabalho foi analisar o desenvolvimento da qualidade da governança corporativa no Brasil no período de 2002 a 2005. Ficou caracterizado que, apesar de ainda ser pouco desenvolvida no país, a governança corporativa passou a receber mais atenção das empresas, instituições do mercado e investidores nestes últimos anos. Observa-se, portanto, que apesar de ser relativamente baixo, o nível de governança corporativa no país vem evoluindo positivamente. As novas exigências do mercado, principalmente de investidores externos e das instituições internas, tem contribuído para o desenvolvimento das práticas de governança corporativa no país.

Neste período, as principais mudanças observadas dizem respeito à disponibilização de informações. Um número maior de empresas passaram a disponibilizar em seu website, e também no relatório anual, algumas informações sobre governança corporativa, mostrando que as mesmas têm ao menos intenções futuras de adotarem melhores práticas de governança corporativa. Esta atitude demonstra uma maior atenção das empresas para com os investidores de modo a valorizar suas ações na bolsa. Por exemplo, o índice de governança corporativa da bovespa se valorizou 2.1 e 1.6 vezes em relação ao índice Ibovespa em 2004 e 2005 respectivamente. Com o aumento das exigências dos investidores com relação à transparência das empresas, e de pressões institucionais, a melhoria da governança corporativa nas empresas parece ser uma tendência no mercado.

Contudo, ainda existem problemas. Os pontos fracos observados se relacionam às informações aos analistas, concentração acionária e relação com os investidores minoritários. Com relação às informações aos analistas, poucas empresas divulgavam informações que possibilitem projeções quanto ao futuro das mesmas, dificultando o estabelecimento de mecanismos de avaliação. Espera-se que a maior estabilidade da economia permita as empresas melhorarem este quesito.

A alta concentração de propriedade e controle das empresas pelos acionistas majoritários são outros pontos negativos, representados por um grande volume de ações ordinárias e do fluxo de caixa nas mãos de poucos controladores. A questão da estrutura de propriedade se mostra como um problema cultural que, como já salientado, não tem uma resolução no curto prazo porque depende da assimilação, pelas empresas, das vantagens da aplicação de melhores práticas de governança corporativa. Igualmente as melhoras na estrutura do conselho de administração foram mínimas.

Também ficou evidenciado que a inserção internacional das empresas nacionais pode ser uma outra forma de melhorar a qualidade da governança corporativa. Foi mostrado que empresas que estão entre as maiores exportadoras e/ou têm presença nos mercados de valores internacionais têm em média um indicador de qualidade de governança maior e estatisticamente diferente das outras empresas. Isto revela que as boas práticas de governança também podem ser um fator de competitividade para as empresas e em geral para o desenvolvimento do país. Esse processo depende da lenta assimilação, pelas empresas brasileiras, do modelo de governança dos mercados desenvolvidos.

Portanto, constatou-se que a governança corporativa tem evoluído de forma significativa nos últimos anos, não de maneira abrupta, mas de maneira consistente amparada por uma nova cultura introduzida pelos investidores estrangeiros, por uma nova consciência dos investidores internos e pelos resultados satisfatórios obtidos pelas empresas no que se referem à valorização na bolsa, redução no custo de captação de recursos, aumento da liquidez de suas ações e queda na volatilidade das mesmas.

6. Referências

- ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José P. **Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. São Paulo: Atlas. 2004
- BABIC, V. **Corporate governance problems in transition economies**. Winstom-Salem: Wake Forest University, Social Science Research Seminar, 2003.
- BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO (BOVESPA). **Novo mercado**. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/Principal.asp>>. Acesso em: 11 ago. 2006a.
- BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO (BOVESPA). **Níveis de governança corporativa**. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/Principal.asp>>. Acesso em: 11 out. 2006b.



4º

Congresso do Instituto Franco-Brasileiro de Administração de Empresas - IFBAE
Congrès de l'Institut Franco - Brésilien d'Administration des Entreprises - IFBAE
24 e 25 de maio de 2007
PORTO ALEGRE - RS BRASIL

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Recomendações da CVM sobre governança corporativa.** 2002. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 18 ago. 2006.

GOUVÊA, A.; WONG, R. **Panorama de governança corporativa no Brasil.** São Paulo, 2001. Disponível em: <http://www.ecgi.org/codes/documents/kf_mck_governan.pdf>. Acesso em: 18 ago. 2006.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). **Governança Corporativa.** 2006. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br/ibConteudo.asp?IDArea=2>. Acesso em: 15 ago. 2006.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360. October, 1976.

KORN/FERRY INTERNATIONAL; MCKINSEY & COMPANY. **Panorama de governança corporativa no Brasil.** 2001. Disponível em: <http://www.kornferry.com.br/upload/informacao/kf_mck_governan.pdf>. Acesso em: 22 ago. 2006.

LODI, João Bosco. **Governança corporativa: O governo da empresa e o conselho de administração.** Rio de Janeiro: Campus. 2000.

NETO, R.; FAMÁ, R. **A importância da governança corporativa na gestão das empresas: o caso do Grupo Orsa.** São Paulo. VI SEMEAD - Seminários em Administração, 2003. v. 1.

ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT (OECD). **Relatório Oficial sobre governança corporativa na América latina.** 2003. Disponível em: <<http://www.oecd.org/dataoecd/49/50/24277169.pdf>>. Acesso em: 22 jul. 2006.

SILVA, André L. C. **A influência da estrutura de controle e propriedade no valor de mercado, estrutura de capital e política de dividendos das empresas brasileiras de capital aberto.** 121f. Tese (Doutorado) – Curso de Administração, Departamento de Administração, Universidade Federal do Rio de Janeiro, UFRJ, Rio de Janeiro, 2002

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da; BARROS, Lucas Ayres B. C.; FAMÁ, Rubens. **Atributos Corporativos, Qualidade da Governança Corporativa e Valor das Companhias Abertas no Brasil.** In: 5º Encontro Brasileiro de Finanças, 2005, São Paulo, Anais ... 2005.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da; BARROS, Lucas Ayres B. C.; FAMÁ, Rubens. **Determinantes do Nível de Governança Corporativa das Companhias Abertas Brasileiras.** In: 4º Encontro Brasileiro de Finanças, 2004, Rio de Janeiro, Anais ... 2004.

UNITED NATIONS ECONOMICS AND SOCIAL COMMISSION FOR ASIA AND THE PACIFIC (UNESCAP). **What is good governance?.** Disponível em: <<http://www.unescap.org/huset/gg/governance.htm>>. Acesso em: 22 jul. 2006.