

**UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO**  
**DEPARTAMENTO DE ENGENHARIA DE PRODUÇÃO**

**GABRIEL HENRIQUE DE OLIVEIRA**

**CONSOLIDAÇÃO DO NOVO MERCADO: ANÁLISE DOS CUSTOS E BENEFÍCIOS**  
**DAS BOAS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA**

**São Carlos**

**2008**

**GABRIEL HENRIQUE DE OLIVEIRA**

**CONSOLIDAÇÃO DO NOVO MERCADO: ANÁLISE DOS CUSTOS E  
BENEFÍCIOS DAS BOAS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA**

**Dissertação apresentada à Escola de Engenharia de São Carlos da Universidade de São Paulo, como parte dos requisitos para a obtenção do Título de Mestre em Engenharia de Produção.**

**Área de concentração: Economia e Finanças Corporativas.**

**Orientador: Prof. Dr. Aquiles Elie Guimarães Kalatzis**

**São Carlos**

**2008**

AUTORIZO A REPRODUÇÃO E DIVULGAÇÃO TOTAL OU PARCIAL DESTE TRABALHO, POR QUALQUER MEIO CONVENCIONAL OU ELETRÔNICO, PARA FINS DE ESTUDO E PESQUISA, DESDE QUE CITADA A FONTE.

Ficha catalográfica preparada pela Seção de Tratamento  
da Informação do Serviço de Biblioteca – EESC/USP

048c Oliveira, Gabriel Henrique de  
Consolidação do novo mercado : análise dos custos e benefícios das boas práticas de governança corporativa / Gabriel Henrique de Oliveira ; orientador Aquiles Elie Guimarães Kalatzis. -- São Carlos, 2008.

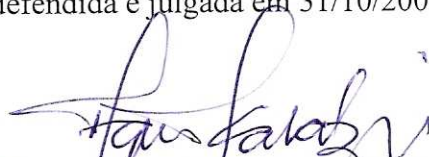
Dissertação (Mestrado-Programa de Pós-Graduação e Área de Concentração em Engenharia de Produção) -- Escola de Engenharia de São Carlos da Universidade de São Paulo, 2008.

1. Governança corporativa. 2. Custos. 3. Benefícios. 4. Indicadores. 5. Novo mercado. I. Título.

## FOLHA DE JULGAMENTO

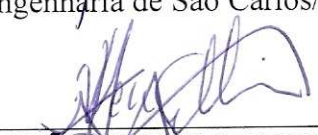
Candidato: Bacharel **GABRIEL HENRIQUE DE OLIVEIRA**

Dissertação defendida e julgada em 31/10/2008 perante a Comissão Julgadora:



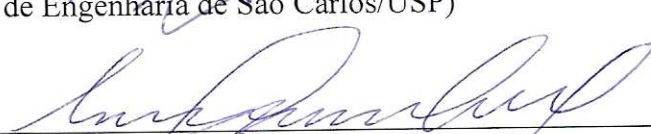
APROVADO

Prof. Associado **AQUILES ELIE GUIMARÃES KALATZIS (Orientador)**  
(Escola de Engenharia de São Carlos/USP)



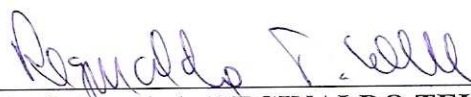
APROVADO

Prof. Titular **JOÃO VITOR MOCCELLIN**  
(Escola de Engenharia de São Carlos/USP)



APROVADO

Prof. Dr. **ELTON EUSTAQUIO CASAGRANDE**  
(Universidade Estadual Paulista "Júlio de Mesquita Filho" /UNESP/Campus de Araraquara)



Prof. Associado **REGINALDO TEIXEIRA COELHO**  
Coordenador do Programa de Pós-Graduação em  
Engenharia de Produção



Prof. Associado **GERALDO ROBERTO MARTINS DA COSTA**  
Presidente da Comissão da Pós-Graduação da EESC

## AGRADECIMENTOS

Agradeço em primeiro lugar a Erika, minha amada namorada, pelo incentivo, pelo esforço em me fazer acreditar, me apoiando nos momentos difíceis.

Aos meus pais por estarem sempre ao meu lado, respeitando a minha opinião, me empurrando e sempre se colocando a total disposição de me ajudar e apoiar.

Finalmente, agradeço a uma longa lista de professores, que nunca estará completa, pois sempre haverá ensinamentos, exemplos de vida e valores, que foram muito importantes na minha formação acadêmica e pessoal, mas destaco agora: o Prof. Dr. Aquiles Elie Guimarães Kalatzis, pela ajuda e soluções encontradas; o Prof. Dr. Elton Eustáquio Casagrande pela motivação na graduação e agora pelas orientações na qualificação; o Prof. Dr. João Vitor Moccellini, por todas as conversas e lucidez sempre presente, além das suas palavras de incentivo na banca; o Prof. Dr. Alexandre Sartoris pelo acesso e discussões nas salas de aula; o Prof. Dr. Wilson Kendy Tachibana pela serenidade e abordagens atuais dentro da classe; o Prof. Dr. Tabajara Pimenta Junior pelo exemplo e suavidade em suas dinâmicas; a Prof.<sup>a</sup> Dr.<sup>a</sup> Daisy Aparecida do Nascimento Rebelatto pelas lições, energia e pelo PAE; e as bibliotecárias da EESC pelo empenho e prontidão nas aulas de metodologia científica. Além desses, agradeço a todas as pessoas que conheci e indiretamente participaram do meu mestrado.

## **RESUMO**

OLIVEIRA, G.H. (2008). **Consolidação do Novo Mercado: análise dos custos e benefícios das boas práticas de Governança Corporativa**. Dissertação (mestrado) – Escola de Engenharia de São Carlos, Universidade de São Paulo, São Carlos, 2008.

A presente dissertação tem o objetivo de discutir as vantagens da Governança Corporativa, em relação aos custos e benefícios da adoção de boas práticas; com a observação das empresas brasileiras, presentes no processo de listagem estabelecido pela BOVESPA (criação do Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado) em 2000, tendo como foco principal o Novo Mercado, pois representa o nível máximo de exigência. Deste modo, analisa as características e os efeitos ocorridos nas empresas dos níveis diferenciados, como os custos, os benefícios mercadológicos e de desempenho. Buscando comprovar que a empresa que possui maior nível de práticas, tem a maior valorização pelo mercado e a melhor apresentação dos indicadores financeiros de desempenho, representando vantagens em relação aos custos absorvidos pelas empresas. Para isso, foram tratadas as principais questões, através de um levantamento bibliográfico, e posteriormente, a contextualização e análise do tema, para a discussão de custos e benefícios. Os resultados indicam que as empresas com maiores níveis de Governança Corporativa apresentaram benefícios em relação aos custos, favorecendo a consolidação do Novo Mercado no país.

**Palavras – chave:** Governança Corporativa, Custos, Benefícios, Indicadores e Novo-Mercado.

## **ABSTRACT**

OLIVEIRA, G.H. (2008). **Consolidation of the Novo Mercado: Costs and Benefits Analysis of Good Corporate Governance Practices**. Dissertation (Master's) – Escola de Engenharia de São Carlos, Universidade de São Paulo, São Carlos, 2008.

The objective of this dissertation is to discuss the advantages of Corporate Governance in relation to the costs and benefits of adopting good practices. The focus is on Brazilian companies starting with those classified under the listing process established by BOVESPA (Nível 1, Nível 2 and Novo Mercado) in 2000, with center of attention on the Novo Mercado segment, as it represents the maximum level of requirements. Thus, an analysis will be conducted on the characteristics and effects occurring among companies at different listing levels, including the costs, market benefits and financial performance. In this way, the study is to prove that a company with a higher level of best practices, will gain higher market valuation and better financial performance, providing an advantage over the costs absorbed by the companies to implement these best practices. For this purpose, the main issues of the subject were identified through an analysis of the bibliography and afterwards, the contextualization and analysis of Brazil for the discussion on the cost-benefits. The results indicate that companies with higher levels of corporate governance receive higher benefits in relation to the costs, favoring the consolidation of the Novo Mercado in Brazil.

**Key Words:** Corporate Governance, Costs, Benefits, indicators and Novo Mercado.

## **LISTA DE GRÁFICOS**

Gráfico 1 – Evolução dos principais Índices da BOVESPA.....	86
Gráfico 2 – Número de ingressos na Governança Corporativa no Brasil.....	93



## **LISTA DE QUADROS**

Quadro 1 - Classificação dos países conforme a origem das leis do Direito Comercial.....	38
--	----

## **LISTA DE TABELAS**

Tabela 1 - Número de empresas listadas nos Níveis Diferenciados da BOVESPA.....	52
Tabela 2 - Evolução do mercado de capitais no Brasil.....	54
Tabela 3 - Evolução comparativa dos índices IBOVESPA e IGC.....	59
Tabela 4 - Custo da emissão de R\$100 milhões em ações no Brasil.....	67
Tabela 5 - Custo da empresa aberta.....	70
Tabela 6 - Custos de Manutenção no Novo Mercado.....	72
Tabela 7 - Indicador Lucro por ação.....	75
Tabela 8 - Indicador Vendas por Ação.....	76
Tabela 9 - Indicador Dívida Bruta/Ativo.....	77
Tabela 10 - Indicador EBIT/Dívida Líquida.....	78
Tabela 11 - Margem Operacional.....	79
Tabela 12 - Indicador Preço/Lucro.....	81
Tabela 13 - Indicador Lucro/Preço.....	82
Tabela 14 - Indicador Preço/Valor Patrimonial da Ação.....	83
Tabela 15 - Evolução do IGC.....	84
Tabela 16 - A Governança Corporativa no valor de mercado e no volume negociado...85	
Tabela 17 - Comparação dos Índices IGC, IBOVESPA, IBrX e IBrX50.....	86
Tabela 18 - Distribuição das ações dos Níveis Diferenciados da BOVESPA em 2007..87	
Tabela 19 – Retorno Mensal Médio das Ações com Governança Corporativa.....	88
Tabela 20 - Comparativo das Bolsas da América Latina - março de 2008.....	92
Tabela 21 - Níveis Diferenciados de Governança Corporativa - Abril de 2008.....	93
Tabela 22 - Rentabilidade acumulada dos Índices da BOVESPA - Abril de 2008.....	95
Tabela 23 - Índice de proteção a minoritários – La Porta (1999).....	109

Tabela 24 - Índice de proteção aos credores – La Porta (1999).....	110
Tabela 25 - Número de take-overs por países e regiões na década de 1990.....	111

## **LISTA DE SIGLAS**

ADR - American Depositary Receipts

AGE - Assembléia Geral Extraordinária

APIMEC - Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais

ANBID - Associação Nacional dos Bancos de Investimento

BIS – Bank for International Settlements

BNDES - Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social

BOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo

CEO - Chief Executive Officer

CFO - Chief Financial Officer

CVM - Comissão de Valores Mobiliários

DFP - Demonstrações Financeiras Padronizadas

EBIT - Earnings Before Interest and Taxes

EBITDA - Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization

EV - Enterprise Value

FCF - Free Cash Flow

IAN - Informações Anuais

IBGC - Instituto Brasileiro de Governança Corporativa

IBOVESPA – Índice BOVESPA

IBrX - Índice Brasil

IBrX50 - Índice Brasil 50

IFRS - International Financial Reporting Standard

IGC - Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada

IPO - Initial Public Offering

ITR - Informações Trimestrais

N1GC – Nível 1 de Governança Corporativa

N2GC – Nível 2 de Governança Corporativa

NM – Novo Mercado

OCDE - Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico

ON – Ações Ordinárias

PIB – Produto Interno Bruto

PN – Ações Preferenciais

PREVI – Caixa de Previdência dos funcionários do Banco do Brasil

SEC - Securities Exchange Commission

SOX - Sarbanes-Oxley Act

ROA - Return On Assets

ROE - Return On Equity

US GAAP - United States Generally Accepted Accounting Principles

WFE – World Federation of Exchanges

## SUMÁRIO

RESUMO.....	06
ABSTRACT.....	08
LISTA DE GRÁFICOS.....	10
LISTA DE QUADROS.....	12
LISTA DE TABELAS.....	14
LISTA DE SIGLAS.....	18
SUMÁRIO.....	22
1 – INTRODUÇÃO.....	26
2 - GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	30
2.1 - O conflito de agência.....	31
2.2 - A transparência de informações.....	34
2.3 - Os mecanismos da Governança Corporativa.....	35
2.4 - A proteção legal.....	36
2.5 – A concentração de propriedade.....	39
2.6 – Os Princípios da OCDE.....	40
2.7 - Sistema Anglo-Saxão.....	42
2.8 – Sistema Nipo-Germânico.....	45
3 – GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL.....	49
3.1 – Mercado de Capitais e a Governança Corporativa.....	53
3.2 – As práticas adotadas no Brasil.....	56
3.3 – Efeitos da migração para os Níveis Diferenciados e Novo Mercado.....	60
4 – CUSTOS E BENEFÍCIOS DA GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	64
4.1 – Custos da Governança Corporativa no Brasil.....	65

4.2 – Benefícios da Governança Corporativa no Brasil.....	73
4.2.1 – Indicadores Financeiros.....	74
4.2.2 – Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada – IGC.....	84
4.2.3 - Retorno das ações das empresas com Governança Corporativa.....	87
4.3 – Análise dos Custos e benefícios da Governança Corporativa.....	89
4.4 – Consolidação do Novo Mercado no Brasil.....	91
5 – CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	97
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	100
ANEXOS.....	106

## **1 – INTRODUÇÃO**

A Governança Corporativa é uma área de estudo multidisciplinar que aborda a forma de relacionamento entre os envolvidos na administração das empresas, se tornando uma referência internacional para a definição de regras e práticas para os mercados de capitais dos países.

A sua principal definição no Brasil, estabelecida pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), que é o órgão responsável em promover e discutir as melhores práticas, é descrita da seguinte forma:

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. As boas práticas de governança corporativa têm a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para a sua perenidade.

A Governança Corporativa é um conjunto de práticas, padrões e princípios mundialmente divulgados por organizações multilaterais, visando aumentar a transparência da empresa, reduzir a assimetria de direitos e informações, evitar práticas abusivas e responsabilizar os envolvidos.

Para a OCDE (2004), a Governança Corporativa tem a seguinte abrangência<sup>1</sup>:

O governo das sociedades é uma componente fulcral na melhoria da eficiência e do crescimento económicos, bem como no reforço da confiança do investidor. Envolve um conjunto de relações entre a gestão da empresa, o seu órgão de administração, os seus accionistas e outros sujeitos com interesses relevantes. O governo das sociedades estabelece também a estrutura através da qual são fixados os objectivos da empresa e são determinados e controlados os meios para alcançar esses objectivos. Um bom governo das sociedades deve proporcionar incentivos adequados para que o órgão de administração e os gestores prossigam objectivos que sejam do interesse da empresa e dos seus accionistas, devendo facilitar uma fiscalização eficaz. (p. 11)

A Governança Corporativa busca reduzir a expropriação de riqueza do acionista, através de uma estrutura de controle estabelecida pela adoção de códigos que

---

<sup>1</sup> A Governança Corporativa também é chamada de Governo das Sociedades em Portugal.



determinam o cumprimento de princípios e práticas para as empresas, com requisitos como:

- a monitoração da gestão por conselhos de administração independentes;
- a transparência para os investidores com a divulgação de informações;
- a responsabilidade da empresa, dos conselhos, dos auditores e outros;
- a contratação de auditoria externa para verificação da informação prestada;
- a prestação de contas em padrões contábeis locais ou internacionais.

Estes requisitos limitam a expropriação da riqueza dos acionistas e investidores, buscando evitar os problemas oriundos da divergência de interesse e da informação privilegiada, protegendo o valor do acionista (*shareholder value*) e evitando fraudes nas informações prestadas.

A adoção das práticas de Governança Corporativa implica no estabelecimento de uma estrutura de controle com um conselho de administração, na criação de cargos responsáveis com a área de relacionamento entre a empresa e os investidores, e na contratação de auditorias externas para comprovar a veracidade das informações prestadas.

A estruturação da empresa para o cumprimento dessas práticas implica em um aumento de gastos financeiros para as empresas já listadas nos mercados de capitais. A totalidade desses desembolsos é muito variável devido às características particulares de cada empresa, como a organização interna, o relacionamento com as auditorias, os padrões contábeis adotados, a divulgação de informações para o mercado nos meios de comunicação e outros.

Apesar do aumento dos custos para a empresa, a adesão de boas práticas de Governança Corporativa pode reverter-se em benefícios, pois aumenta a transparência e credibilidade, gerando um maior interesse para os investidores nas suas ações. Além

disso, ainda pode ocorrer benefícios oriundos de uma melhoria na gestão através da tomada de decisões de investimento por conselhos e comitês.

A presente pesquisa busca avaliar a inserção das empresas brasileiras na Governança Corporativa, observando os principais custos e benefícios incorridos na adoção de suas práticas, e principalmente o ingresso no Novo Mercado.

Isto se justifica pela importância que a Governança Corporativa tem para as empresas do país, pois aumenta a possibilidade de entrada de investimentos, do número de negócios da bolsa de valores e também do movimento de emissões primárias de ações. Assim, favorece o fortalecimento do mercado de capital do Brasil, o qual se consolida cada vez mais entre os principais mercados de capitais internacionais, já sendo o maior mercado da América Latina<sup>2</sup>.

Destarte, a presente pesquisa parte da hipótese que a empresa que possui maior Governança Corporativa, aderindo ao Novo Mercado tem maior valorização pelo mercado e melhor apresentação dos indicadores financeiros de desempenho, representando vantagens em estabelecer as boas práticas de Governança Corporativa, em relação aos custos absorvidos pelas empresas.

Partindo desta hipótese, a presente dissertação tem o objetivo de discutir e analisar os custos e benefícios das empresas que adotaram as práticas de Governança Corporativa, analisando também a consolidação do Novo Mercado, as características e os efeitos ocorridos nas empresas deste segmento; além de examinar a inserção das empresas brasileiras nos outros níveis.

Com este propósito, a dissertação está estruturada em cinco partes, a primeira parte é representada pela presente introdução, em seguida, é construído o segundo capítulo que trata da Governança Corporativa e de seus referenciais teóricos, observando seus principais temas, obtidos por meio de levantamento bibliográfico. No

---

<sup>2</sup> Ver tabela 20.

terceiro capítulo é elaborada a análise da Governança Corporativa no Brasil, desde a sua formação, seus avanços e principais práticas. No quarto capítulo são abordados os custos e benefícios da Governança Corporativa, analisando as empresas do país, seus indicadores financeiros, para corroborar nas vantagens trazidas e analisar a consolidação do Novo Mercado no país. Por fim, o quinto e último capítulo, referente às considerações finais, e a colocação das principais análises alcançadas no trabalho.

## 2 - GOVERNANÇA CORPORATIVA

A Governança Corporativa (*Corporate Governance*) é representada por um conjunto de regras e instituições as quais tem o intuito de promover a equidade de tratamentos entre os acionistas minoritários e majoritários, fornecendo a transparência de informações, a responsabilidade dos conselhos de administração e auditorias externas.

As regras ou práticas estão relacionadas com o alinhamento de interesses e o respeito dos direitos dos envolvidos. Estes podem ser pessoas físicas, empresas, bancos, entidades do mercado financeiro, organizações não governamentais, governo, países e outros. Neste sentido, Cornelius e Kogut (2003), definem como sistemas de Governança Corporativa:

A system of corporate governance consists of those formal and informal institutions, laws, values, and rules that generate the menu of legal and organizational forms available in a country and which in turn determine the distribution of power – how ownership is assigned, managerial decisions are made and monitored, information is audited and released, and profits and benefits allocated and distributed. (p. 2)

A Governança Corporativa é a forma de administração adotada pelas grandes empresas, principalmente as que possuem suas ações listadas no mercado de capitais, devido às exigências das bolsas de valores dos países, representando o maior enfoque nos direitos e interesses de seus acionistas ou investidores.

Esta visão centrada nos interesses dos acionistas ficou denominada de perspectiva de valor do acionista (*shareholder value perspective*), a qual se concentra em todas as formas de desvio dos seus direitos e riquezas. Esta é a visão predominante dos sistemas de Governança Corporativa entre os países.

Em contrapartida, existe a perspectiva dos *stakeholders* quando a Governança Corporativa possui uma visão mais voltada para o equilíbrio de interesses envolvidos, a qual apresenta uma preocupação além dos acionistas, incluindo toda a parte interessada,

como: investidores, empregados, clientes, fornecedores, sindicatos, comunidade, governo e outros. Esta característica é mais marcante em países que possuem um controle mais rígido do Estado sobre as empresas.

Um dos principais conflitos entre os envolvidos está no relacionamento de agência, que representa um dos maiores problemas da Governança Corporativa, e conseqüentemente uma das preocupações centrais dos acionistas. Devido à grande importância do conflito de agência para o entendimento das questões pertinentes a Governança Corporativa, o tópico seguinte é referente a este tema.

## **2.1 – O conflito de agência**

Na prática empresarial, os problemas ou conflitos de agência surgem quando os executivos (agentes) não agem para a maximização da riqueza dos acionistas (principal) e sim na sua maximização pessoal, ou ainda, quando agem em detrimento dos credores. Além disso, quando a concentração do capital é alta, os acionistas majoritários podem influenciar os gestores para atos dentro da empresa que expropriam a riqueza dos minoritários e investidores, como altos salários e outros.

Segundo Andrade e Rossetti (2007), os conflitos de agência são oriundos de duas razões principais: a primeira é devido à inexistência de um contrato completo, ou seja, as imprevisibilidades, as contingências e as reações possíveis que não estão previstas em contrato; a segunda é decorrente da inexistência de um agente perfeito, devido à dificuldade de alinhamento de interesses, hierarquias e a natureza humana utilitarista e maximizadora.

A Governança Corporativa é a forma de reduzir os conflitos de agência na ausência de um contrato perfeito, como exposto por Hart (1995):

In a world of a incomplete contracts (where agency problem are also present), governance structure does have a role. Governance structure can be seen as a mechanism for making decisions that have not been specified in the

initial contract. More precisely, governance structure allocates residual rights of control over the firm's nonhuman assets; that is, the right to decide how these assets should be used, given that a usage has not been specified in a initial contract. (p. 680)

Os conflitos de agência em relação à inexistência de um agente perfeito, foram discutidos por Jensen e Meckling (1976), e baseavam-se no relacionamento entre as duas partes (agente e principal) envolvidas no processo de tomada de decisões, havendo a necessidade de alinhar os incentivos do agente com os interesses do principal.

Para definir estas relações, Jensen e Meckling (1976) apontam:

We define an agency relationship as a contract under which one or more persons (the principal(s)) engage another person (the agent) to perform some service on their behalf which involves delegating some decisions making authority to the agent. If both parties to the relationship are utility maximizers, there a good reason to believe that the agent will not always act in the best interest of principal. The principal can limit divergences from his interest by establishing appropriate incentives for the agent and by incurring monitoring cost to limit aberrant activities of the agent. (p. 5)

A Teoria da Agência priorizava o interesse do acionista, em um contexto de separação de propriedade e controle das empresas. Desta forma, se concentrava principalmente nas relações entre os acionistas e os gestores, ou entre os acionistas majoritários e minoritários.

Como o conflito agência é baseado na divergência de interesses, Jensen e Meckling (1976, p.5-6) definem um custo de agência referente a esta discrepância:

(...) In most agency relationships the principal and the agent will incur positive monitoring and bonding cost (non-pecuniary as well as pecuniary), and in addition there will be some divergence between the agent's decisions and those decisions which would maximize the welfare of the principal. The dollar equivalent of the reduction in welfare experience by the principal as a result of this divergence is also a cost of the agency relationship, and we refer to this latter cost as the "residual loss". We define agency cost as the sum of:

1. the monitoring expenditures by the principal,
2. the bonding expenditures by the agent,
3. the residual loss.

O custo de agência é decorrente do conflito de agência e está relacionado com questões pecuniárias e não-pecuniárias, envolvendo também aspectos subjetivos, tais como, ética, respeito, disciplina e amizade, que podem agir de uma forma divergente aos interesses de todos os acionistas.

Para resolver o conflito de agência ou reduzir o seu custo, é necessário alinhar os interesses envolvidos. Para isso, segundo Tirole (2001), as principais pesquisas e práticas recaem em três mecanismos. O primeiro mecanismo proposto são os incentivos gerenciais explícitos que são relativos aos dados contábeis ou a premiação com opções de ações conforme o cumprimento de metas, encorajando os gerentes a agirem conforme os interesses dos acionistas. O segundo mecanismo refere-se a incentivos gerenciais implícitos através de bonificações e avanços na carreira dos gerentes. Por fim, o mecanismo da estrutura de controle, através de conselhos para monitorar e exercer votos.

Deste modo, estes mecanismos são os principais meios de solucionar o conflito de agência com os gestores e os acionistas (principalmente os majoritários), estabelecendo uma administração através de conselhos e a realização de práticas que favorecem e incentivam os gestores a maximizarem o valor do acionista e não prejudicam os minoritários.

Outro fator importante é a divulgação de informações as quais evidenciam o trabalho dos administradores para os acionistas, o cumprimento de suas metas e suas bonificações. A transparência de informação, como exigência trazida pela Governança Corporativa, também permite um maior acesso à empresa para os acionistas minoritários e para os investidores através dos conselhos independentes. Isto possibilita o respeito dos seus direitos e evita a expropriação de suas riquezas, fato este que será tratado no próximo tópico.

## **2.2 - A transparência de informações**

Na língua inglesa a transparência é definida pelo termo *disclosure*, que significa o oposto de fechamento, ou seja, regras de abertura de informações da empresa por meio da obrigatoriedade de uma divulgação periódica dos assuntos relevantes, qualitativos e quantitativos.

A obrigatoriedade de divulgar as informações tem o intuito de reduzir a assimetria de informações, que gera o conflito de agência. Além disso, também pode elevar os preços das ações, já que a falta de informações fomenta a incerteza quanto às previsões de desempenho futuro das companhias.

A importância da transparência está relacionada com a perspectiva dos acionistas, no que se referem à avaliação da gestão, as metas, a direção e os valores patrimoniais, além de ser fundamental também para a perspectiva dos *stakeholders*, no que diz respeito às informações sobre dívidas, processos judiciais, transações financeiras e práticas ilícitas que interessam aos credores, aos bancos, as agências de regulação, aos empregados, a comunidade e meio ambiente onde está inserida.

O aprimoramento do *disclosure* favorece o mercado de capitais, proporcionando melhor acesso as fontes de financiamento, pois utiliza o mecanismo de contratação de auditorias para comprovar a veracidade da informação prestada e a adoção de padrões contábeis internacionais, aumentando, assim, a credibilidade e o interesse do investidor.

A contratação de auditorias é um dos principais mecanismos da Governança Corporativa, e também, a criação de conselhos de administração e entidades para fiscalizar e cumprir as leis que devido à importância serão mais discutidos na seção seguinte.



### **2.3 - Os mecanismos da Governança Corporativa**

A Governança Corporativa procura respeitar o direito de propriedade com o alinhamento dos interesses envolvidos, reduzindo o conflito de agência e inibindo as fraudes contábeis.

Para atingir estes propósitos, alguns mecanismos podem ser citados, como a criação de um arranjo institucional que envolve os conselhos de administração, os órgãos reguladores (sejam privados ou públicos), o sistema judiciário, as políticas governamentais, as auditorias, as associações e as entidades de classes.

O ativismo dos investidores institucionais, de grandes credores e o advento da Governança Corporativa tornaram obrigatórios estes mecanismos<sup>3</sup>.

Os conselhos de administração estabelecidos pela Governança Corporativa tem a função de informar sobre a gestão e as decisões de investimento (valores patrimoniais) além de ser responsáveis pela definição de diretores, eleição de presidente, criação de comitês (como por exemplo, de remuneração, fiscal, de auditoria e outros) e relacionamento com os grupos de interesses.

Com a adoção das práticas de Governança Corporativa, os conselhos de administração podem responder por maus desempenhos, fraudes, informações privilegiadas e também possuem prazo de mandato determinado para o processo sucessório dos conselheiros. Porém, para a eficácia da utilização dos conselhos, deve haver a independência dos conselheiros em relação aos diretores, majoritários e outros envolvidos na empresa, como auditores, bancos e grandes investidores.

As decisões de investimento através de conselhos de administração tornaram-se referência de Governança Corporativa, porém algumas vezes podem ocorrer conflitos dentro dos conselhos e prejudicar o processo decisório.

---

<sup>3</sup> Investidores institucionais são instituições representadas pelos fundos previdenciários e fundos mútuos de investimento.

Com o intuito de estabelecer o consenso e facilitar os processos jurídicos, foi adotada a solução de tribunais arbitrais como prática de Governança Corporativa. Este fórum é formado por árbitros distintos e imparciais para resolução de conflitos, além de agilizar e melhorar a qualidade do julgamento de mérito. Estes tribunais tornaram-se uma característica mundial e geralmente estão vinculados a bolsas de valores ou órgãos reguladores<sup>4</sup>.

Os órgãos reguladores servem para fiscalizar e apoiar as bolsas de valores, o sistema judiciário e legislativo no cumprimento e na elaboração das leis. Este relacionamento entre as entidades possibilita o cumprimento das leis e o atendimento dos direitos lesados. Isto é definido por um termo jurídico denominado de *enforcement*, na língua inglesa, representando um dos principais fatores da proteção legal dos acionistas.

A proteção legal dos acionistas representa um dos principais objetivos na elaboração de regras e leis dos países que adotaram as práticas da Governança Corporativa.

#### **2.4 - A proteção legal**

Ao observar os estudos da Governança Corporativa, identifica-se uma linha de pesquisa denominada de abordagem legal, na qual considera como tema principal a observação das leis e a capacidade do sistema judiciário em cumpri-las (*enforcement*).

A proteção legal pode ser considerada como um fator que difere nos sistemas de Governança Corporativa, visto que alguns países possuem um conjunto de regras e leis próprias, as quais possibilitam uma melhor observação do direito dos envolvidos, e podendo influenciar na concentração de propriedade das empresas e na sua forma de financiamento.

---

<sup>4</sup> No caso do Brasil é chamada de câmara de arbitragem.

A observação da proteção legal dos países possibilita a realização de estudos comparativos entre os sistemas de Governança Corporativa, como observaram os autores La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishny (1998, p. 33):

(...) the quality of legal protection of shareholders helps determine ownership concentration, accounting for the higher concentration of ownership in the French civil law countries. The results support the idea that heavily concentrated ownership results from, and perhaps substitutes for, weak protection of investors in a corporate governance system. The evidence indicates that weak laws actually make a difference and may have costs. One of these costs of heavily concentrated ownership in large firms is that their core investors are not diversified. The other cost is that these firms probably face difficulty raising equity finance, since minority investors fear expropriation by managers and concentrated owners.

Estes autores comparam as principais diferenças entre os países, a partir da origem do Direito comercial, que podem ser: o direito comum, o direito civil francês, o direito civil alemão e o direito escandinavo. Além disso, também utilizam da criação de índices referentes à eficiência do sistema judiciário, as corrupções, aos riscos de expropriações e as práticas adotadas de Governança Corporativa.

A amostra de países estudados de acordo com origem do Direito Comercial, segundo os autores, foi dividida entre os seguintes países do quadro abaixo:

Direito Comum	Direito Civil Francês	Direito Civil Alemão	Direito Escandinavo
Australia	Argentina	Austria	Dinamarca
Canada	Belgica	Alemanha	Finlandia
Hong Kong	Brasil	Japão	Noruega
India	Chile	Coréia do Sul	Suécia
Irlanda	Colombia	Suiça	
Israel	Equador	Taiwan	
Quenia	Egito		
Malasia	França		
Nova Zelândia	Grécia		
Nigéria	Indonesia		
Paquistão	Italia		
Singapura	Jordania		
Africa do Sul	Mexico		
Siri Lanka	Holanda		
Thailandia	Peru		
Reino Unido	Filipinas		
Estados Unidos	Portugal		
Zimbabue	Espanha		

Quadro 1 - Classificação dos país conforme a origem das leis do Direito Comercial

Fonte: Adaptado de LA PORTA, R.; SHLEIFER, A.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; VISHNY, R. (1998). Law and Finance, Journal of Political Economy 106, 1113-1155.

A partir desta análise, estabeleceram um *ranking* da proteção legal dos países e dos seus principais efeitos, como a concentração de propriedade, a captação através do mercado acionário e o número de emissões iniciais<sup>5</sup>.

Sob esta ótica, os autores mostraram que os países que possuem maior proteção aos investidores, apresentam um mercado de capitais com o maior volume de negócios e de emissões de ações, somado com uma concentração de propriedade mais pulverizada.

Em todas as análises de La Porta et al.(1998), os países que adotam o Direito Civil Francês, inclusive o Brasil, apresentam piores pontuações, e os países que adotam o Direito Comum (Anglo-Saxões – Estados Unidos, Reino Unido, Canadá e Austrália) apresentam as maiores pontuações, significando em uma maior proteção dos acionistas e credores. O Direito Alemão (presentes no Japão e Alemanha) apresentou classificação entre o Direito Comum e o Francês, sendo que o Direito Escandinavo está abaixo do Alemão, mas possui o melhor *enforcement*.

Com esta análise, foi demonstrado que um importante instrumento de promoção do mercado de capitais é a proteção legal dos investidores, e seu complemento é a adoção das práticas da Governança Corporativa, pois possibilita a redução da assimetria de informação, a melhoria do julgamento de mérito, através dos tribunais arbitrais.

Outro importante fator referente à proteção legal é a concentração de propriedade, a qual representa uma das principais causas do conflito de agência, e se apresenta mais pulverizada nos países com maior garantia dos direitos dos acionistas. A alta concentração de propriedade é uma característica da grande maioria dos países, representando um obstáculo à plena efetivação da Governança Corporativa.

---

<sup>5</sup> Nos anexos II e III encontram-se os índices de comparação utilizados pelos autores para a análise da proteção legal dos países.

## **2.5 – A concentração de propriedade**

A concentração de propriedade pode ser definida como a presença de grandes acionistas ou diretores-proprietários. Segundo Gugler, Mueller e Yortoglu (2003) é o principal fator que permite a influência no poder e controle das empresas em detrimento ou não observância de todos, causando conflitos de interesses, como os conflitos de agência e com outros interessados.

Os conflitos oriundos da concentração de propriedade decorrem da influência que os acionistas majoritários exercem sobre os gestores em detrimento dos acionistas minoritários, os quais podem não ter a observância de tudo que os gestores fazem, favorecendo assim os principais controladores com remunerações, benefícios, bonificações, emprego de familiares e outros atos, que são de difícil monitoração.

A concentração também é resultado da forma de financiamento das empresas, ou seja, se o tipo de captação é através do crédito bancário (*debt*) ou através da emissão de ações (*equity*). Estas formas de inversão de capitais nas empresas podem pulverizar a propriedade ou manter a concentração em grandes investidores. Para Shleifer e Vishny (1997), as empresas que utilizam o *equity* possuem a estrutura de propriedade mais pulverizada.

Desta forma, os países com mercado de capitais mais desenvolvidos, que tem conseqüentemente uma maior proteção aos investidores, possuem a concentração de propriedade das empresas mais descentralizada. Isto possibilita a maior participação dos acionistas minoritários através das práticas da Governança Corporativa, e as entidades do mercado um maior empenho em cumprir a lei, fiscalizar, conduzir e regular as empresas.

As entidades do mercado, sejam públicas ou privadas, buscam a ratificação de alguns princípios empresariais internacionais da Governança Corporativa. Desta forma,

por iniciativa dessas, os países elaboraram seus próprios códigos de práticas das empresas.

Estes princípios servem como orientação na definição de práticas ou leis para os países, pois são difundidos por organismos multilaterais, tendo como expoente principal a OCDE, representando um marco histórico para as diretrizes das práticas de Governança Corporativa dos países a partir de 1999. A exploração mais detalhada destes princípios será vista no tópico seguinte.

## **2.6 – Os Princípios da OCDE**

A Governança Corporativa é decorrente de vários esforços empreendidos no sentido de fomentar a entrada de investimentos através do aumento da confiança e da proteção legal dos investidores, visando impulsionar os países na elaboração de códigos e regras de condutas para os seus mercados de capitais.

Os códigos de Governança Corporativa foram principiados nos países Anglo-Saxões, ou seja, no Reino Unido, nos Estados Unidos e no Canadá, em 1992. E foi a partir disso, que outros países começaram a adotar as suas práticas e a cada vez mais estabelecerem seus códigos.

Para proporcionar linhas de orientação e sugestões para as bolsas de valores, investidores, empresas e outras partes na elaboração dos códigos vigentes nos países, a Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico – OCDE publicou os Princípios da Governança Corporativa, em 1999, tornando se o principal organismo multilateral envolvido com a Governança Corporativa, tendo como objetivo a estabilidade e o controle das economias<sup>6</sup>.

---

<sup>6</sup> No anexo I encontra-se uma síntese dos Princípios da OCDE.

Conforme as diretrizes da OCDE (2004), a Governança Corporativa é determinante na melhoria da eficiência e do crescimento econômico, bem como no reforço da confiança do investidor, pois envolvem um conjunto de relações entre a gestão da empresa, o seu conselho de administração, seus acionistas e seu grupo de interesse.

Os princípios propostos são abrangentes para poderem ser adequados aos sistemas de Governança Corporativa dos países. Assim, propicia a equidade de tratamentos, a prestação de contas, a transparência de informações e a responsabilidade dos conselhos de administração.

Os países adotaram esses princípios e estabeleceram os códigos, que somados com suas características particulares, foram agrupados em alguns blocos de países com as mesmas peculiaridades. Diante disso, os estudos da Governança Corporativa definiram dois principais blocos como instrumento de comparação: o Anglo-Saxão e o Nipo-Germânico.

O Sistema Anglo-Saxão é composto por Estados Unidos, Reino Unido, Canadá e Austrália. Nesses países a estrutura de propriedade tem menor concentração, possuem maiores proteções aos direitos dos acionistas e a principal fonte de financiamento das empresas é a abertura de capital e emissões de ações no mercado de capitais.

Em contrapartida, o Sistema Nipo-Germânico é representado pela Alemanha e Japão, possuindo características diferentes do Anglo-Saxão, uma vez que a estrutura de propriedade é mais concentrada, a proteção legal é menor e existe muito financiamento por crédito bancário.

## **2.7 - Sistema Anglo-Saxão**

Os estudos sobre o Sistema Anglo-Saxão referem-se aos países de língua inglesa e suas semelhanças são em relação às práticas de Governança Corporativa, a origem das leis comerciais (Direito Comum) e a principal forma de financiamento das empresas.

O Sistema Anglo-Saxão de Governança Corporativa é composto pelos Estados Unidos e o Reino Unido, como principais potências, seguidos pelo Canadá e Austrália.

No caso dos Estados Unidos e Canadá a divisão de fronteira permitiu que as ações de algumas empresas tivessem negociações nas bolsas de valores dos dois países, aproximando, ainda mais, as regras de condutas, as leis e outras características do mercado de capitais, como uma estrutura de monitoramento e os incentivos gerenciais.

Nos Estados Unidos surgiu, na década de 80, um dos principais movimentos em torno da Governança Corporativa, devido à força política dos investidores institucionais e a um ativismo para controlar a expropriação de seus investimentos, priorizando um tratamento equitativo a todos os acionistas. Isso resultou em membros independentes no conselho de administração e aumento do número de demissões dos diretores executivos por mau desempenho.

Outra prática adotada em especial nos Estados Unidos é o *takeover-hostil*, na qual a melhor tradução seria como “tomada de controle”, sendo utilizado principalmente quando ocorrem maus desempenhos que ocasionam em desvalorização das ações. Nos países Anglo-Saxões esta prática foi frequentemente utilizada<sup>7</sup>.

Estas mudanças e características foram observadas por Coffee (2003, p. 31), conforme exposto abaixo:

The two principal forces that initially changed American corporate governance over the 1990s have already been identified: the takeover movement and growing use of equity compensation. Other forces that crested during the 1990s – including the heightened activism of institutional investors, a deregulatory movement that sought to dismantle obsolete regulatory provisions, and the media’s increasing fascination with the

---

<sup>7</sup> No anexo III encontra-se uma comparação do número de *takeover-hostil* utilizados por países e regiões na década de 90.



market as the 1990s progressed – reinforced their impact, because in common they all made managers more sensitive to their firm's market price.

O intuito de garantir o valor do acionista favoreceu para um enquadramento de leis e regras que tiveram pioneirismo nestes países, durante a década de 1990 e com adaptações e revisões até a década de 2000.

O marco inicial destas regulações de Governança Corporativa é o Relatório Cadbury adotado pela bolsa de Londres, em 1992, como o código que estabelece a prestação de contas dos administradores e a divulgação de informações de empresa. Os principais avanços deste código impulsionaram os outros países nas suas mudanças, como explicitados por Andrade e Rossetti (2007) abaixo:

(...) Cadbury propôs os seguintes termos de referência, focados em dois princípios da boa governança corporativa – prestação responsável de contas e transparência:

1. As responsabilidades de conselheiros e executivos na análise e apresentação de informações para os acionistas e outras partes interessadas sobre o desempenho da companhia.
2. A frequência, a clareza e a forma como as informações contábeis e seus complementos devem ser apresentadas.
3. A constituição e o papel dos conselhos.
4. As responsabilidades dos auditores e a extensão de suas atribuições.
5. As ligações entre acionistas, conselhos e auditores.

A partir disso, os Estados Unidos e Canadá, ainda em 1992, adotaram seus códigos de regras e princípios de Governança Corporativa. Desta forma, os outros países foram incentivados em um movimento global na adoção de códigos e práticas para garantir a confiança e proteção dos investidores, representando a difusão da Governança Corporativa.

Os países Anglo-Saxões, com exceção da Austrália que teve seu primeiro código em 1995, foram os pioneiros na adoção das práticas devido ao seu contexto histórico e a formação e financiamento de suas empresas, que determinaram razões para o ativismo da Governança Corporativa.

Uma dessas razões está nos mercados de capitais consolidados destes países, que fomentou o financiamento das empresas através de emissões de ações, denominado de modelo *Market-Based* ou *Market-Oriented*, no qual o mercado acionário representa o principal responsável na captação e expansão das corporações.

Nestes países, a concentração de propriedade foi mais pulverizada e o principal conflito de agência se configura no relacionamento dos acionistas e gestores, e não entre acionistas majoritários e minoritários. Assim, foi necessário o monitoramento dos administradores, pois frequentemente eram observados abusos de poder dos presidentes (*CEO*) e escândalos financeiros, como nos casos de informação privilegiada, auditorias com pareceres favoráveis e fraudes corporativas<sup>8</sup>.

Em resposta aos escândalos corporativos ou erros contábeis do início da década de 2000 nos Estados Unidos, é apresentada a Lei Sarbanes-Oxley (SOX), formulada por dois congressistas americanos Paul Sarbanes e Michael Oxley, enfatizando o papel fundamental dos controles internos e estabelecendo penalidades aos relatórios gerenciais e de auditores.

A SOX foi aprovada e promulgada pelo Congresso Americano em julho de 2002, afetando todas as empresas-americanas e estrangeiras que possuem títulos e ações negociados em bolsas americanas, pois estabelecia um padrão de gerenciamento e responsabilidade penal para os gestores (ou conselheiros). Tal lei serviu de base para regulamentações ao redor do mundo e para aprimoramento de controles internos.

Com o advento da SOX, foram feitas adaptações e atualizações nos códigos no Reino Unido, Canadá e Austrália, incorporando a responsabilidade penal, para que as ações pudessem ser negociadas em outras bolsas e também evitar os possíveis

---

<sup>8</sup> *Chief Executive Officer*

escândalos ou uma crise financeira, trazendo assim a definição de infração para os *CEOs* e *CFOs*, além da possibilidade de reembolso<sup>9</sup>.

Segundo La Porta et al.(1998), a proteção legal nos países Anglo-Saxões é maior, fornecendo maiores garantias aos investidores e consolidando o mercado de capitais, que conseqüentemente se tornou a principal fonte de financiamento das empresas. Com isso, existe um grande número de empresas listadas e a concentração de propriedade é mais pulverizada do que a maioria das outras bolsas de valores no mundo.

Para o melhor entendimento da Governança Corporativa é necessário uma análise comparativa entre o Sistema Anglo-Saxão e o sistema Nipo-Germânico.

## **2.8 – Sistema Nipo-Germânico**

O Sistema Nipo-Germânico é representado pela Alemanha e Japão. Possui características diferentes do Anglo-Saxão, uma vez que a estrutura de propriedade destes países é mais concentrada, tem uma proteção legal menor (origem das leis no Direito Civil Alemão) e a fonte de financiamento predominante é o crédito bancário, denominado de modelo *Bank-Based* ou *Bank-Oriented*.

Desde o século XIX, nestes países, os grandes bancos passaram a fornecer os capitais de curto e longo prazo, desenvolvendo o mercado de crédito e a administração coletiva. Neste sentido, os bancos passaram a acompanhar a gestão das empresas, e, além disso, também possuíam controles e regulamentações do Estado.

Como conseqüência disso, ocorre uma visão mais voltada para o grupo de interesse, ocasionando o aumento do número de participantes nos conselhos de administração.

Em relação à Governança Corporativa, Tirole (2001) observou:

---

<sup>9</sup> *Chief Financial Officer*

(...) Interestingly, countries such as France, Germany, and Japan, which traditionally are more sympathetic to the stakeholder society than U.S. and U.K., also have legal, regulatory, and fiscal environments that are assessed by most economists as creating weaker governance systems. (p.24)

A dinâmica dos fluxos capitais deixa evidente a necessidade de promover a Governança Corporativa, como forma de atrair capitais, aumentar a confiança do investidor, evitar fraudes financeiras, ampliar a transparência e adotar os princípios mundialmente aceitos.

Deste modo, a Alemanha e o Japão, adotaram códigos, os quais obrigavam as empresas a conduzir a administração através das práticas de Governança Corporativa. Essas iniciativas começaram ainda na década de 1990, seguidas pelo impulso dos países Anglo-Saxões.

Na Alemanha foi criado o *Neuer Markt*, em 1997, oferecendo uma alternativa atraente para os investidores, pois todas as ações das empresas teriam direito a votos, além da obrigatoriedade da transparência da gestão e a publicação periódica de informações advindas de seu código de conduta para as empresas.

Em 2003, após três anos de valorização das ações do *Neuer Markt* começaram a aparecer fraudes e quebras das regras de condutas pelos gestores, fazendo com que a *Deutsch Borse* encerrasse suas atividades. Diante disso, surgiram dois mercados distintos: o padrão doméstico que segue as diretrizes tradicionais e o padrão *prime* que segue as regulações do *Neuer Markt*<sup>10</sup>.

O Japão, com o intuito de competitividade e preocupação nos conselhos de administração, estabeleceu seus princípios de Governança Corporativa, que evoluiu para a criação de um código a ser seguido pelas empresas em 1997, com revisões em 2001 e 2004.

---

<sup>10</sup> *Deutsch Borse* é uma instituição privada que administra a Bolsa de Valores de Frankfurt.

Os principais objetivos dessas práticas eram em relação à transparência, a redução do tamanho dos conselhos de administração, a contratação de auditoria, a implementação dos *takeovers-hostil* e as ações com direito a voto.

A administração coletiva das empresas japonesas impedia que os gestores possuíssem altas taxas de remuneração, já que os conselhos de administração, mais numerosos, possuíam as funções de monitoramento e consultoria, porém, ainda com a manutenção do equilíbrio de interesses envolvidos.

Esta característica vem de uma tradição japonesa voltada para a idéia de relações trabalhista vitalícias. Desta forma, existe uma postura de relações de longo prazo também com os credores e fornecedores, fortalecendo ainda mais uma perspectiva voltada para os *stakeholders*.

O Japão apresentou grande crescimento econômico nas décadas de 1970 e 1980, com isso o modelo *Bank Based* prosperou obtendo algumas vantagens, como o maior acesso das firmas ao crédito bancário e uma visão de mais longo prazo dos empresários sobre o retorno dos seus investimentos.

Na década de 2000, com as práticas de Governança Corporativa, o sistema Nipo-Germânico está se aproximando cada vez mais do sistema Anglo-Saxão, priorizando assim, uma visão voltada para as riquezas dos acionistas.

Neste período, na Alemanha, a concentração de propriedade, a participação coletiva nas administrações e a quantidade de ações das instituições financeiras estão diminuindo. Já no Japão, além disso, aumentou a participação de investidores estrangeiros, fornecendo maior capitalização para as empresas através do mercado de capitais e permitindo fusões e aquisições das empresas.

Diante do exposto, a observação dos principais sistemas de Governança Corporativa, Nipo-Germânico e Anglo-Saxão, fornecem uma ferramenta essencial para

a comparação e entendimento da configuração e consolidação da Governança Corporativa, já que representa um tema recente para todos os países.

A Governança Corporativa, no contexto de globalização financeira, representa uma tendência mundial das empresas e dos países em aderirem suas práticas, com intuito de fomentar o mercado de capitais, a confiança do investidor e o direito dos acionistas.

Após a abordagem das principais questões para o embasamento do tema, no próximo capítulo ocorre um levantamento das principais características da Governança Corporativa no Brasil, que também seguiu esse movimento de elaboração de códigos, para o entendimento de suas práticas e de seus os principais efeitos no país.

### **3 - GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL**

As empresas brasileiras têm a presença marcante dos seus fundadores e de seus familiares. A emissão de ações no mercado de capitais como forma de financiamento não foi muito utilizada, e sim créditos bancários, não favorecendo mudanças na alta concentração de propriedade presente no país.

A alta concentração de propriedade ocasiona principalmente o conflito de agência entre os acionistas majoritários e minoritários, que é agravado pela separação da propriedade e controle, devido a possibilidade de emissão de classes distintas de ações (ordinárias e preferenciais)<sup>11</sup>.

Na década de 1990, ocorreram alguns fatores como a abertura econômica e as privatizações, que aumentou a entrada de investimentos externos e coincidiu com o impulso global dos países em prol da Governança Corporativa.

Os avanços da Governança Corporativa no Brasil se iniciaram com a adaptação das leis para alcançar as medidas internacionais e adequação dos direitos dos acionistas preferenciais. Fazem parte também destas mudanças a criação de conselho de administração e assembleias de acionistas, a arbitragem em conflitos internos, as apresentações contábeis e responsabilidade de envolvidos.

As reformas legislativas que mais se destacaram neste sentido foram às correções da Lei das Sociedades Anônimas na década de 1990, que permitiam o direito de recesso nas operações de reestruturação societária (fusão, cisão e incorporação de sociedades) para todas as classes de ações (preferenciais e ordinárias). Isto favoreceu a Governança Corporativa devido o direito de retirada e reembolso em casos de acionistas discordantes das deliberações das assembleias, permitindo assim a observação dos interesses envolvidos<sup>12</sup>.

---

<sup>11</sup> Ações Ordinárias são aquelas ações com direito a voto, já as ações preferenciais não possuem direito a voto, mas a preferência no pagamento de dividendos.

<sup>12</sup> Lei 6.404/76, as correções foram implementadas em 1996.

Outra mudança legislativa importante foi o estabelecimento da Lei 10.303/01, a qual ficou conhecida como a Nova Lei das Sociedades Anônimas, que estabeleceu diretrizes para as empresas e o mercado de capitais, como a definição de informações prestadas nas assembleias, a arbitragem e o *tag along*<sup>13</sup>. Somado a isto, esta lei também reduziu o limite máximo de ações sem direito a voto, ou seja, não extinguiu a possibilidade de emissões de duas classes de ações, somente diminuiu de 2/3 para 1/2 o limite de ações preferenciais.

Além das reformas legislativas, adveio à criação de entidades do mercado de capitais, alterando as relações entre as instituições públicas e privadas no cumprimento das regras adotadas. Desta forma, surgiram órgãos como a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), a Associação Nacional dos Bancos de Investimento (ANBID) e a própria BOVESPA, responsáveis por regular, ajudar, conduzir e participar das principais atividades do mercado de capitais e da Governança Corporativa.

A criação da Comissão de Valores Mobiliários representou um grande avanço, pois tinha o objetivo de disciplinar, fiscalizar e orientar o funcionamento do mercado de capitais. Esta autarquia registra as companhias abertas, as distribuições de valores mobiliários e também faz o credenciamento das auditorias independentes e de fundo de investimentos. Assim, auxilia na Governança Corporativa regulando os participantes e recomendando práticas<sup>14</sup>.

Outro órgão igualmente importante é o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), fundado em 1995, com o intuito de promover e centralizar assuntos da Governança Corporativa, além de capacitar os envolvidos. Sua maior obra é

---

<sup>13</sup> *Tag Along* significa que em caso de venda do controle acionário, o comprador estenderá a oferta de compra a todos os demais acionistas, detentores das ações ordinárias, assegurando-se o mesmo tratamento dado ao controlador vendedor. Para as ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito deverá ser oferecido, no mínimo, 80% do valor pago às ações ordinárias.

<sup>14</sup> “Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa” em junho de 2002.



a elaboração e revisão do Código Brasileiro das Melhores Práticas de Governança Corporativa, lançado em maio de 1999, e revisado em 2001.

A adesão de boas práticas de Governança Corporativa no Brasil aumentou a segurança do investidor, e contemplou as diretrizes propostas pela OCDE para promover os princípios de transparência, equidade de tratamento dos acionistas e da prestação de contas.

Mais um avanço para a aplicação dos princípios, foi a Associação Nacional dos Bancos de Investimento (ANBID), que visa o aperfeiçoamento das articulações financeiras, fortalecendo o sistema financeiro com seus regulamentos fiscais e legais nas relações entre empresas e acionistas, aumentando a transparência e credibilidade<sup>15</sup>.

Esta entidade de classe representa os intermediários financeiros e os investidores institucionais, sendo necessário zelar por uma postura ética dos associados em relação às operações financeiras, evitando assim a assimetria de informações e garantindo a segurança das negociações, uma vez que operam com grande volume de recurso<sup>16</sup>.

Outro avanço e também um marco da Governança Corporativa no Brasil, foi à criação do processo de listagem para as empresas em dezembro de 2000, implementados pela BOVESPA. Neste processo é estabelecido um contrato de cumprimento de regras, entre a companhia, controladores, administradores e a BOVESPA.

Pelo contrato, as empresas e envolvidos adotam práticas conforme o regulamento de listagem do nível de Governança Corporativa escolhido, que representam três segmentos de exigências, ou seja, o Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. Desta forma, em relação às regras estabelecidas para as empresas do mercado de capital

---

<sup>15</sup> A Associação Nacional dos Bancos de Investimento (ANBID) é atualmente formada por bancos de investimento, bancos múltiplos com carteiras de investimento e envolvidos em: administração de fundos de investimento, ofertas públicas de valores mobiliários, fusões e aquisições e consultorias financeira.

<sup>16</sup> Investidores institucionais são instituições representadas pelos fundos previdenciários e fundos mútuos de investimento.

do Brasil, é observada uma divisão em quatro níveis, que são: o IBOVESPA, o Nível 1, o Nível 2 e o Novo Mercado.

Desde a criação dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa, fica evidente o grande número de ingressos, representando avanços para o mercado de capitais e para as empresas. Este fato pode ser observado na tabela 1 abaixo:

Tabela 1 - Número de empresas listadas nos Níveis Diferenciados da BOVESPA

Anos	Nível 1	Nível 2	Novo Mercado	Totais	
				Ano a ano	Acumulado
2001	15	0	0	15	15
2002	6	3	2	11	26
2003	10	0	0	10	36
2004	2	7	7	16	52
2005	3	1	12	16	68
2006	0	3	23	26	94
2007	8	6	48	62	156
Total	44	20	92	156	156

Fonte: BOVESPA (2008)

Os Níveis Diferenciados já representam aproximadamente 39% das empresas listadas na bolsa em 2008, já que existem aproximadamente 400 empresas na BOVESPA e perto de 160 adotaram as práticas. Os dados da tabela 1 acima refletem a tendência crescente a cada ano, significando mais ingressos.

Para o entendimento desta tendência, foi elaborado um levantamento das principais características do mercado de capitais do Brasil no tópico seguinte, constando uma breve explanação, a qual será importante para a cronologia dos avanços da Governança Corporativa, das dimensões de valores das empresas, das entradas de capitais e do posicionamento do Brasil em relação aos outros mercados internacionais.

### **3.1 – Mercado de Capitais e a Governança Corporativa**

Segundo o relatório “Desafios e Oportunidades para o mercado de capitais brasileiro” da BOVESPA (2000), o fortalecimento do mercado de capitais do Brasil foi prejudicado pelos seguintes motivos:

O mercado de capitais não se desenvolveu por falta de leis e instituições. Ele não se desenvolveu porque em geral, graças ao fechamento da economia, os investimentos e, conseqüentemente, as necessidades de financiamento das empresas eram limitadas e, portanto, passíveis de serem atendidas pelos lucros retidos e créditos comerciais e oficiais. (p.5)

Além da economia fechada e do reduzido número de emissões de ações, o ambiente macroeconômico do Brasil envolve períodos de alta inflação, de crise financeira e de mudanças drásticas de planos econômicos. Estes fatores contribuíram para um desestímulo aos investidores em assumir posições de longo prazo.

O governo do Brasil estabeleceu políticas de desenvolvimento as quais financiavam as empresas através de recursos governamentais subsidiados pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), além de créditos fornecidos pelos bancos comerciais.

Por outro lado, o BNDES obrigava as empresas a terem os mínimos requisitos de Governança Corporativa, como condição para a obtenção de novos créditos. Além disso, também auxilia a abertura de capitais, em segmentos especiais de balcão, como o BOVESPA Mais<sup>17</sup>.

Já com a estabilização financeira e a abertura econômica, em meados da década de 1990, ocorreu a entrada de um grande número de empresas internacionais e de uma parcela significativa de investimentos externos na bolsa de valores do país. Este fato somado a onda de privatizações, neste período, trouxe mudanças nas estruturas de

---

<sup>17</sup> O BOVESPA Mais é um segmento de listagem regulado pela CVM e administrado pela BOVESPA, com o intuito de aumentar a visibilidade das empresas e realizar uma ampliação da sua base acionária, com a observância das práticas de governança corporativa, proporcionando um acesso gradual ao mercado de capitais. Estas empresas são de porte médio e têm em comum o BNDES como sócio.

propriedade em setores importantes da economia, tais como a siderurgia, as telecomunicações, a energia elétrica, o sistema financeiro e a mineração.

No período entre 1995 e 2007, as ações das empresas brasileiras aumentaram o volume de negócios, o seu valor de mercado e o número de emissões de ações. Esta realidade pode ser verificada na tabela 2 abaixo:

Tabela 2 - Evolução do mercado de capitais no Brasil

Ano	Empresas registradas na CVM	Nº de empresas com ações negociadas na BOVESPA	Valor de mercado na BOVESPA		Oferta Pública Inicial	
			US\$ Milhões	Evolução Nominal	Número de Emissões	Volume negociado US\$ milhões
1995	870	543	147.568	100	31	2.111
1996	920	550	216.927	147	22	9.168
1997	966	536	255.409	173	23	3.655
1998	900	527	160.887	109	20	3.495
1999	883	478	228.536	155	10	1.468
2000	852	459	225.528	153	6	770
2001	831	428	185.443	126	6	625
2002	793	399	124.042	84	4	370
2003	718	369	234.219	159	2	74
2004	652	358	340.922	231	9	1.552
2005	621	343	482.117	327	13	1.861
2006	625	350	722.615	490	29	6.566
2007	684	404	1.398.721	948	59	17.253

Fonte: CVM e BOVESPA (2008)

Os dados mostram que durante a década de 1990, a valorização das empresas brasileiras não foi significativa como a partir de 2003. Em 2002, ocorreu uma forte queda de investimento, ocasionado por uma recessão mundial que englobava fatos externos, como o fraco desempenho das bolsas internacionais e a crise na argentina, e fatos internos, como a recessão energética e o ano eleitoral.

Com a crise energética controlada e a manutenção da política econômica do país, a BOVESPA começou a se recuperar, aumentando o número de negócios e o valor de

mercado das empresas, além do incremento no número de ofertas iniciais, resultando num fortalecimento do mercado de capitais do país.

Este fato fica evidente no Boletim Informativo da BOVESPA (publicação mensal de janeiro de 2008), referente ao ano de 2007, no qual mostra que o Brasil ocupou a quinta posição do volume mundial de ofertas públicas iniciais e a terceira colocação entre os emergentes, atrás apenas das bolsas de Hong Kong e Shanghai. Os investidores estrangeiros adquiriram aproximadamente 70% destas emissões de ações em 2007.

Outro destaque deste boletim, em 2007, a bolsa brasileira representou 62% da capitalização de mercado da América Latina, ocupando a posição de 8º maior mercado do mundo em termos de volume de captações por meio de ações.

Com essa nova realidade, o Brasil vem se destacando como um dos mercados mundiais para investimentos, trazendo para o país um maior número de emissões de ações e um maior número de seus negócios. Conseqüente a isto ocorre o aumento do valor de mercado das suas cotações, favorecidos também pela implementação da Governança Corporativa.

A adoção das práticas da Governança Corporativa no Brasil é concretizada em 2000, principalmente com a criação dos níveis diferenciados (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado), que representam avanços nas exigências adotadas pelo país.

### **3.2 – As práticas adotadas no Brasil**

No Brasil, ocorreram vários avanços para o estabelecimento das melhores práticas de Governança Corporativa, dentre eles destacam-se as mudanças legislativas, a criação de códigos e as recomendações das organizações do mercado. Estas práticas foram criadas em conformidades com um padrão de exigência internacional, em relação à proteção dos acionistas, que se configurou em um movimento global para a entrada de investidores externos e a negociação de ações em bolsas internacionais.

As primeiras empresas brasileiras a adotarem um padrão mais elevado de exigência foram aquelas que emitiram *ADR (American Depositary Receipts)*, lançando títulos no mercado local e externo, desde o começo da década de 1990<sup>18</sup>. Assim, as empresas eram obrigadas a atender requisitos da Bolsa de Valores dos Estados Unidos e da *SEC* (órgão equivalente a CVM), como por exemplo, atender a normas contábeis americanas<sup>19</sup>.

No final da década de 1990, começaram a surgir as exigências ou recomendações para as empresas brasileiras, através de códigos das entidades nacionais, como por exemplo, do IBGC, da CVM, da ANBID, da PREVI, do BNDES e outros, que disseminaram as práticas no mercado de capitais brasileiro<sup>20</sup>.

O principal marco histórico para visualização das empresas que adotaram o estabelecimento das práticas de Governança Corporativa foi o processo de listagem das empresas, instituído pela BOVESPA no começo da década de 2000, que estabeleceu um regulamento para empresas, com exigências para atender o mercado nacional e internacional, conforme o nível aderido pela empresa.

---

<sup>18</sup> Os *ADRS* são recibos de depósitos emitidos por um banco norte-americano e que representam ações de um emissor estrangeiro que se encontram depositadas e sob custódia deste banco.

<sup>19</sup> *Securities Exchange Commission*.

<sup>20</sup> PREVI é o fundo de pensão do [Banco do Brasil](#), é considerada um dos maiores investidores do Brasil e publicou as melhores práticas de Governança Corporativa através do Código PREVI.

Neste processo de listagem, as empresas adotam um nível de Governança Corporativa, escolhendo os seguintes níveis de exigências: o Nível 1 (nível mínimo), o Nível 2 (nível intermediário) e o Novo Mercado (nível máximo).

Os níveis representam a agregação de requisitos, ou seja, as empresa do Novo Mercado possuem todos os requisitos do Nível 2, que possui todos os requisitos do Nível 1, e todos os níveis obedecem todos os requisitos das empresas de capital aberto regulamentadas pela CVM e pela BOVESPA.

Na BOVESPA, a principal exigência representa o envio das DFPs (Demonstrações Financeiras Padronizadas) e as IANs (Informações Anuais) para a CVM e à própria Bolsa até o final de março de cada ano<sup>21</sup>. Para a adesão do Nível 1, as exigências adicionais são:

- ITRs (Informações Trimestrais) e relatório de revisão especial emitido por auditor independente.
- Divulgação de outras informações como contratos com o mesmo grupo e com seus administradores (*stock options*), além da realização de ao menos uma reunião pública anual e um calendário oficial para os analistas e outros interessados<sup>22</sup>.
- Manter um percentual mínimo de 25% de ações em circulação (*free float*).
- Assinatura do Termo de Anuência dos Administradores e do Termo de Anuência dos Controladores, significando a responsabilidade pessoal para agir em conformidade com as regras adotadas.

---

<sup>21</sup> Nestes documentos contém as demonstrações financeiras referentes ao exercício encerrado e outros comentários considerados importantes, tais como as demonstrações dos fluxos de caixa da, discriminação dos fluxos de operação, dos financiamentos, dos investimentos, da quantidade e características dos valores mobiliários de emissão detidos pelos grupos de controladores, definição dos membros do conselho de administração, diretores e membros do conselho fiscal.

<sup>22</sup> *Stock option* é um mecanismo celebrado entre a empresa e os administradores, que ao alcance de determinadas metas ou o transcurso de certo período de tempo, possa adquirir um percentual do capital da empresa a um preço pré-determinado.

Além das exigências do Nível 1, outras práticas são adotadas para o ingresso no Nível 2, são elas:

- Divulgação de informações financeiras em padrão internacional, conforme previsto nos padrões internacionais de contabilidade, o *IFRS* ou *US GAAP* nas demonstrações financeiras trimestrais<sup>23</sup>.
- Obrigatoriedade de um conselho de administração, de no mínimo cinco membros, com mandato unificado de no máximo dois anos.
- Obrigatoriedade do *Tag Along*.
- Conferir direito de voto para as ações preferenciais nas seguintes situações: - transformação, incorporação, fusão ou cisão e - aprovação de contratos entre a companhia e o seu controlador ou outras sociedades nas quais o controlador tenha interesse.
- Cláusula compromissória de arbitragem e adoção da câmara de arbitragem.

Por fim, o Novo Mercado representa todas as práticas citadas anteriormente, somando as seguintes exigências:

- A empresa deve ter e emitir exclusivamente ações ordinárias.
- Após a assinatura de contrato de participação no Novo Mercado, em se tratando de oferta pública inicial de Ações, os controladores e administradores devem abster-se de negociar com ações de que eram titulares logo depois da referida oferta, por um período de seis meses. Decorrido ainda esse período inicial, devem abster-se de negociar com 60% dessa posição por mais seis meses, salvo algumas exceções (*lock up period*).

Com o intuito de destacar e facilitar a identificação das empresas que aderiram as práticas de Governança Corporativa, a BOVESPA incluiu códigos nas ações das

---

<sup>23</sup> *IFRS - International Financial Reporting Standard* e *USGAAP - United States Generally Accepted Accounting Principles*



companhias listadas, além de logotipo específico do segmento e a participação na carteira de ações do Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada – IGC.

Em uma análise dos seis anos de criação dos segmentos, Andrade e Rossetti (2007) mostram que o desempenho do IGC foi crescente em relação ao IBOVESPA, conforme a tabela 3 abaixo:

Tabela 3 - Evolução comparativa dos índices IBOVESPA e IGC

Anos (a)	Índices nominais		Evolução	
	IBOVESPA	IGC	IBOVESPA	IGC
2001	13.577	1.010	100	100
2002	11.268	1.026	83	102
2003	22.236	1.845	164	183
2004	26.196	2.545	193	252
2005	33.455	3.658	246	362
2006	44.473	5.169	328	511
2007 (b)	54.392	6.282	401	622

(a) Índices no final de dezembro.

(b) final do 1º semestre.

Fonte: Bolsa de Valores de São Paulo. In: ANDRADE, A. ; ROSSETTI, J. P.; Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências. 3 ed. São paulo: Atlas, 2007.

Os dados da tabela acima mostram que as empresas com Governança Corporativa tiveram valorização acima da BOVESPA já em 2002. Com o fortalecimento do mercado de capitais a partir de 2003, o IGC teve um descolamento ainda maior do IBOVESPA, como observado em 2007.

Além das práticas adotadas pelas empresas, existem programas para promover a Governança Corporativa, como o BOVESPA MAIS, que é o segmento de listagem que contempla padrões elevados, similares aos do Novo Mercado, criado com o objetivo de transformar o mercado acionário em alternativa para um número maior de empresas.

A principal diferença do BOVESPA Mais para os outros níveis de Governança Corporativa é que se trata de um segmento para as companhias ampliarem gradativamente a colocação de ações no mercado, em alguns casos ainda não fizeram sua oferta inicial, podendo ser considerado como uma etapa para o ingresso no Novo Mercado. Este segmento possibilita a emissões de ações para um número reduzido de investidores, para posteriormente realizar uma oferta pública no mercado.

Deste modo, as práticas adotadas no Brasil representam medidas para alcançar princípios da Governança Corporativa aceitos internacionalmente, através de regras das organizações que compõem o Sistema de Governança Corporativa do país e auxiliam na consolidação do seu mercado de capitais.

A adesão dessas práticas servem para garantir os direitos dos acionistas, refletindo geralmente em uma resposta positiva do mercado, aumentando o interesse dos investidores. Os efeitos da inserção das empresas brasileiras na Governança Corporativa, como maior valorização, menor volatilidade e outros será tratado no tópico seguinte.

### **3.3 – Efeitos da migração para os Níveis Diferenciados e Novo Mercado**

O aumento da difusão da Governança Corporativa no Brasil e a tendência crescente de ingresso nos Níveis Diferenciados e Novo Mercado, provoca efeitos positivos nas empresas perante o mercado e também em relação à imagem institucional, significando uma maior maturidade na gestão.

Estes efeitos da Governança Corporativa são impulsionados principalmente pela melhora do *disclosure* e do *enforcement*, aumentando a confiança e interesse do investidor pelas empresas que adotaram essas práticas. Isto possibilita a credibilidade, a

entrada do capital e o aumento do número de negociações de suas ações, que ocasiona em uma valorização na sua cotação.

Deste modo, é possível observar os efeitos da Governança Corporativa no Brasil, através do ingresso nos Níveis Diferenciados e Novo Mercado, como observou Carvalho (2003) abaixo:

Diferentemente da experiência do Neuer Markt alemão, a iniciativa da BOVESPA por permitir a migração das empresas que já são de capital aberto. Constitui um experimento natural para testar o efeito do compromisso com as melhores práticas de governança sobre os papéis das empresas. Neste estudo, detectamos que a migração tem impacto sobre a valoração das ações (existência de retornos anormais positivos), aumenta o volume de negociação e aumenta a liquidez. Também, possivelmente, temos uma redução do impacto da volatilidade macroeconômica sobre o preço das ações. (p.12)

O estudo proposto por Silva (2006), através de modelos econométricos para comparar o período de 2002 a 2005, identificou que o IBOVESPA é mais sensível que o IGC, em relação as variáveis econômicas como o câmbio, Risco-Brasil e Dow-Jones, com exceção do PIB<sup>24</sup>. Com isso, as empresas com Governança Corporativa são menos afetadas aos fatores externos<sup>25</sup>.

O trabalho de Rabelo (2007) evidencia o retorno das carteiras de ações do IBOVESPA e do IGC, também com modelos econométricos no período de 2003 a 2006, observando que não se pode afirmar que as carteiras do IGC possuem maiores retornos que as do IBOVESPA, porém pode mostrar que o desempenho das ações com Governança Corporativa foram maiores ou iguais as outras.

Além deste, o estudo de Sirqueira e Kalatzis (2007), através de modelos de otimização de *portfólios* no período de 2004 a 2005, aponta que retorno médio mensal e o retorno anual do investimento de uma carteira de ações das empresas presentes no Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado são maiores do que a outra formada por ações de empresas que compõem o IBOVESPA, conforme o exposto abaixo:

<sup>24</sup> Risco-Brasil, representa um indicador criado pelo Banco JPMorgan para avaliar os países emergentes.

<sup>25</sup> Dow-Jones é o indicador da Bolsa de Valores de Nova York.

Os resultados apontam uma diferença entre os retornos das duas carteiras. A carteira formada com ações que compõem o IGC proporciona um retorno médio mensal de 1,4387% maior que a carteira formada por ações que compõem o IBOVESPA. Além disso, é também possível notar uma pequena diferença entre os máximos mínimos retornos. Enquanto, na carteira formada com ações do IGC o máximo menor retorno foi de 1,5068%, a carteira composta por ações do IBOVESPA obteve 1,5196% como o máximo menor retorno. Já ao comparar o retorno anual, nota-se uma diferença ainda maior entre as carteiras, sendo que a carteira formada por ações de empresas que estão no IGC tem um retorno de 23,04% maior que o da outra carteira. (p.14)

Para Filho (2006, p. 141), a conclusão é positiva para as empresas, como observado abaixo:

(...) o objetivo principal desta pesquisa foi analisar se houve mudança significativa na rentabilidade e valor total de mercado das companhias, após aderirem aos níveis de governança corporativa da BOVESPA (N1GC, N2GC ou NM), em que três variáveis operacionais foram testadas estatisticamente: Retorno do Ativo (*ROA*), Retorno do Patrimônio Líquido (*ROE*) e Valor total de Mercado da Empresa (*TQ*).

Para as companhias analisadas em conjunto, verificou-se uma mudança estatisticamente significativa na rentabilidade média, medida pelo *ROA* e *ROE*, e valor total médio de mercado das companhias, medidos pelo *TQ*, após adesão aos segmentos de governança corporativa da BOVESPA.

Diante disso, os efeitos da entrada ou migração da Governança Corporativa, podem significar uma maturidade da empresa, um aumento da proteção legal dos investidores, melhorando a sua imagem institucional perante o mercado, que passa a se interessar mais pelas empresas, aumentando o preço das ações e reduzindo a sua volatilidade.

Os benefícios obtidos pela Governança Corporativa, principalmente o valor de mercado, precisam ser analisados em conjunto com uma análise comparativa das empresas dos três níveis diferenciados de Governança para observar em relação ao incremento da Governança Corporativa a resposta do mercado. Para tanto, o capítulo seguinte realizará uma análise comparativa de indicadores financeiros para observar o comportamento e características dessas empresas.

Além disso, também analisará os custos financeiros assumidos com a adesão dos níveis e as vantagens em relação aos custos e benefícios do incremento da Governança Corporativa.

#### **4 – CUSTOS E BENEFÍCIOS DA GOVERNANÇA CORPORATIVA**

Os custos financeiros e os benefícios ocasionados com a Governança Corporativa precisam ser verificados em conjunto para analisar a inserção das empresas na adesão de suas práticas e a discussão das vantagens obtidas em adotar ou migrar para níveis mais elevados de exigência.

Para analisar os custos da Governança Corporativa, é necessário discriminar os compromissos e requisitos para as empresas, que geram gastos financeiros com os contratos firmados e relações envolvidas, como também os gastos em apresentações, publicações e bonificações.

As empresas possuem custos financeiros para a se manterem na condição de companhia aberta. A adesão da Governança Corporativa representa um acréscimo desses custos, podendo desestimular o ingresso, a migração, ou até mesmo a abertura de capital.

Por outro lado, o ingresso das empresas na Governança Corporativa, geralmente representa uma resposta positiva do mercado, a qual ocasiona em uma maior valorização das ações e maior liquidez. Este fato é decorrente principalmente da maior transparência de informações, fortalecendo a imagem institucional da empresa.

Além disso, a estrutura estabelecida com a Governança Corporativa pode trazer possíveis benefícios de desempenho, como a melhora da tomada de decisão através dos conselhos de administração e maiores facilidades de crédito para as empresas.

Assim, é necessário observar alguns indicadores do mercado e financeiros, para discutir as vantagens e desempenho empresarial, fazendo uma caracterização das empresas de cada nível, em especial do Novo Mercado, pois representa o nível máximo de exigência, significando o maior montante de custos assumidos.

O resultado das observações sobre as vantagens da Governança Corporativa e o tipo das empresas envolvidas é objeto da discussão sobre a consolidação do Novo Mercado e a tendência de adoção de práticas. Esta análise também implica no aumento da credibilidade das empresas brasileiras para o investidor externo, influenciando o número de negócios do país, favorecendo para que o mercado de capitais esteja entre os dez maiores do mundo.

Desta forma, o próximo tópico realizará a análise sobre os custos da Governança Corporativa no Brasil, para em seguida passar pelos seus benefícios, indicadores (financeiros e mercadológicos) e consolidação do Novo Mercado no país.

#### **4.1 – Custos da Governança Corporativa no Brasil**

A entrada das empresas na Governança Corporativa pode resultar em um aumento da liquidez das ações dos atuais sócios, através do aumento do número de negócios, ou ainda retornos iniciais maiores na emissão de ações, ocorridos pelo fortalecimento da imagem institucional da empresa.

Em contrapartida, a adesão de práticas de Governança Corporativa, que no caso do Brasil significa o ingresso nos Níveis 1 e 2 ou no Novo Mercado, acarretam em custos financeiros para as empresas, tanto na emissão de ações, como no atendimento das obrigações e requisitos exigidos após o seu lançamento inicial.

Segundo publicação da BOVESPA “Custos de abertura de capital e de manutenção da condição de companhia aberta”, a totalidade dos custos financeiros é apontada como um inibidor para a abertura de capital, pois depende do aumento do número de funcionários, da organização interna, da presença de departamento jurídico, da contratação de auditorias, da adoção de padrões contábeis, do relacionamento com

bancos ou corretoras de valores, da divulgação para o mercado nos meios de comunicação e outros<sup>26</sup>.

A publicação citada acima, analisa os custos de emissão de ações ou abertura de capital, considerando os seguintes custos: a contratação de auditoria externa, a consultoria jurídica especializada, o processo de marketing da distribuição, as exigências da CVM e a comissão da instituição financeira (corretora de valores, banco de investimento ou distribuidora), que atuará como coordenadora da operação<sup>27</sup>.

Nesta análise não foram computados os custos ligados à contratação de consultorias especializadas em abertura de capital, as quais poderão fazer uma análise prévia da viabilidade da operação. A consultoria prévia poderá ser desenvolvida pela própria instituição financeira coordenadora da operação, cujo custo já estará incluído nas comissões, que variam devido alguns fatores, como a emissão de ações ser local ou internacional, o tipo de regime de colocação (garantia firme ou melhores esforços), o valor da operação, e outros<sup>28</sup>.

A composição da média desses custos de abertura pode ser analisada abaixo na tabela 4:

---

<sup>26</sup> O cenário da formação do custo de abertura deste trabalho foi construído envolvendo algumas etapas (Anexo IV) e trabalha considerando algumas características (Anexo V) como a classificação do porte da companhia, estruturação da área de relação com os investidores, a localização, o tipo de auditoria independente, o padrão contábil adotado, as taxas anuais e gastos de apresentação.

<sup>27</sup> A análise faz uma estimativa de uma distribuição pública de ações realizada por uma empresa de pequeno porte (isto é, com faturamento anual de até R\$ 200 milhões) no montante de R\$ 100 milhões.

<sup>28</sup> Garantia Firme: o emissor recebe os recursos oriundos da emissão, independentemente da aceitação ou não dos papéis pelo mercado. Neste caso, o intermediário financeiro subscreve o total dos títulos não colocados no prazo contratual e é remunerado com comissões de coordenação, garantia e colocação. Já o Regime de Melhores Esforços - não há nenhum compromisso do intermediário financeiro com a colocação da totalidade dos títulos. Sua remuneração corresponde somente às comissões de coordenação e colocação, já que o esforço de venda será apenas no sentido de colocar no mercado a maior quantidade possível dos títulos previstos em contrato



Tabela 4 - Custo da emissão de R\$100 milhões em ações no Brasil

Custo	Descrição	Empresa Pequeno Porte		Empresa Médio Porte	
		R\$ MIL	(%)	R\$ MIL	(%)
	Contratação de auditoria externa independente - padrão contábil brasileiro	150	4%	180	4%
Custos ligados à fase de preparação da distribuição de ações	Contratação de escritório de advocacia	100	2%	230	5%
	Convocação, publicação, aviso e apresentação ao mercado	84	2%	152	4%
	Registro e exigências da CVM	83	2%	83	2%
	Comissão da instituição financeira e publicação da venda	3.504	86%	3.506	81%
Nível 2 e Novo Mercado	Contratação de auditoria externa independente - padrão contábil internacional	150	4%	180	4%
Totais		4.071	100%	4.331	100%

Crerios utilizados nas estimativas de custos do relatório:

Empresas de Pequeno Porte - até R\$200 milhões de receita operacional líquida

Empresas de Médio Porte - receita entre R\$201 milhões e R\$500 milhões

Fonte: Custos de abertura de capital e de manutenção da condição de companhia aberta - BOVESPA (2004)

Em uma simulação de R\$100 milhões em ações no Brasil, é observado que aproximadamente 4% do valor das ações é exigido na etapa de abertura de capital e distribuição das ações no mercado, representando em torno de R\$4 milhões, a ser considerado para as empresas, como custos com a abertura de capital.

Conforme a tabela 4, para a empresa atender o nível máximo de Governança Corporativa, adotando os requisitos do Novo Mercado, já na abertura inicial, representa principalmente estar preparada internamente para atender padrões internacionais de contabilidade (*USGAAP e IFRS*). Deste modo, seu impacto de custo não é muito significativo, representando aproximadamente 4% do montante total de emissão, ou seja, um valor próximo a R\$200 mil.

Este fato pode ser uma das razões para explicar o motivo que a maioria das empresas fazem sua primeira oferta pública diretamente no Novo Mercado, como observou Andrade e Rossetti (2007), abaixo:

(...) cabendo notar que das 122 empresas desses segmentos no final do 1º semestre de 2007, 69, equivalentes a 56,6% do total, são empresas que abriram o seu capital nos últimos cinco anos, aderindo ao Novo Mercado. Subtraindo essas empresas do total das listagens nos segmentos de governança, a proporção em relação de 20,4 cai para 13,7 companhias listadas na bolsa. (p.445)

Em julho de 2008, o número das empresas listadas nos níveis diferenciados de Governança Corporativa já ultrapassa 160, representando perto de 40% do número total listadas na BOVESPA (aproximadamente 404). O Novo Mercado apresenta aproximadamente 100 empresas, representando acima de 60% das empresas com governança.

As empresas aumentaram o número de ofertas iniciais durante a década de 2000, e o Novo Mercado absorveu a maioria dessas empresas, porém o custo de manutenção neste nível aumenta após a abertura de capitais, o que pode representar uma razão para a pouca migração entre os níveis.

Após a abertura de capital, a empresa começa a ter: os custos referentes às publicações nos segmentos especializados, as anuidades da BOVESPA e da CVM, o serviço de escrituração de ações, área de relação com investidores, as apresentações ao mercado (eventos, reuniões, viagens, publicidades, etc.) auditorias externas e outros (brindes, materiais utilizados, bonificações)<sup>29</sup>.

As publicações obrigatórias das empresas, como regras de *disclosure*, significam a divulgação de atos societários, avisos e fatos relevantes em jornais, revistas e outros meios especializados. Além disso, o custo aumenta conforme o tamanho dentro das

---

<sup>29</sup> O serviço de escrituração de ações está relacionado ao registro e atualizações das ações na sua emissão, como: pagamento de juros sobre capital próprio, dividendos, cálculo e processamento de subscrições, bonificações, desdobramentos, grupamentos e outros.

publicações, ocorrendo casos de divulgação de informações no exterior, ou ainda, a contratação de assessoria de imprensa e outros gastos como a manutenção de informações em sites do mercado.

As anuidades da BOVESPA e da CVM, passam a representar um custo obrigatório, independente do nível de Governança Corporativo adotado. No caso da BOVESPA, o valor é proporcional ao capital social das empresas, dentro de uma faixa, com a anuidade mínima é de R\$ 8.000,00 e a máxima de R\$ 850.000,00<sup>30</sup>. Já a anuidade da CVM representa os pagamentos trimestrais como taxa de fiscalização do órgão, e seu valor é em relação ao patrimônio líquido das empresas, porém também possuem uma faixa fixa, com o valor mínimo aproximado de R\$ 5.000,00 e máximo de R\$15.0000.

Outro custo após a oferta inicial é o serviço de escrituração de ações, que refere-se ao registro, documentação e atividades operacionais, como por exemplo, pagamento de dividendos, cálculo de juros, bonificações, subscrições, agrupamentos e desdobramentos de ações<sup>31</sup>.

Este serviço, geralmente é realizado através da contratação de uma instituição financeira. O custo disso vai depender do grau de relacionamento entre a empresa e a instituição, do tempo do contrato entre as partes, do número de acionistas e também do número de eventos ocorridos durante o exercício social.

Segundo a pesquisa citada da BOVESPA (2004), em geral, as empresas pagam uma mensalidade fixa e um montante variável para cada tipo de evento ocorrido durante o exercício social. A estimativa anual utilizada é de R\$ 30.000 para empresas de

---

<sup>30</sup> O capital social é termo contábil que representa a parcela do patrimônio líquido de uma empresa na forma de **ações** (se for **sociedade anônima**) ou **quotas** (se for uma sociedade por quotas de responsabilidade limitada).

<sup>31</sup> Subscrição de ações representa um direito estendido aos acionistas para aquisição de ações da empresa, quando esta decide emitir novas ações para aumentar seu capital.

pequeno porte, de R\$ 60.000 para empresas de médio porte, e R\$ 90.000 para empresas de grande porte.

Com uma pesquisa de campo, através do envio de questionários as empresas, a BOVESPA tabulou e consolidou uma média de desembolsos, referentes a esses principais custos, demonstrados na tabela 5 abaixo:

Tabela 5 - Custo anual da empresa aberta

Custo	Descrição	Empresa Pequeno Porte		Empresa Grande Porte	
		R\$ MIL	(%)	R\$ MIL	(%)
	Auditoria independente - padrão contábil brasileiro	100	19%	408	20%
	Publicação de atos societários e de demonstrações financeiras	113	21%	340	17%
Custos de manutenção da condição de companhia aberta (todos os níveis)	Anuidades relativas à Bolsa de Valores	14	3%	87	4%
	Taxas de fiscalização da CVM	13	2%	13	1%
	Serviço de escrituração de ações	30	6%	90	5%
	Diversos	10	2%	30	2%

As principais diferenças de custo após um lançamento inicial de ações, referentes às práticas de Governança Corporativa, implicam principalmente no relacionamento com investidores, auditorias externas e apresentações ao mercado.

O custo relacionado com a estruturação da área de relação com investidores não se trata de um custo obrigatório para o Nível 1, com exceção do Diretor de Relações com o Mercado, que é o canal de comunicação entre a empresa e os investidores ou analistas. Porém no Nível 2 e o Novo Mercado, este custo passa a ser um custo obrigatório, o qual pode variar muito devido a remuneração dos conselheiros da empresa.

A área de relação com investidores tem o objetivo de transmitir as informações, as perspectivas, o desempenho e as estratégias do conselho de administração da empresa, realizando os eventos para os acionistas e investidores. Dentro disso, o custo ainda pode variar devido aos serviços prestados por essa área, como por exemplo, elaboração de *websites*, reuniões, congressos e outros.

Na tabela 5, foi utilizada uma estimativa para o departamento de relacionamento com os investidores, considerando um profissional especializado, com salário anual mais encargos totalizando R\$ 136.500,00 nas empresas de pequeno porte. O referido valor foi duplicado para as empresas de médio porte e triplicado para as empresas de grande porte.

Por fim, há o custo de apresentações ao mercado, que está relacionado com as despesas da área de relacionamento dos investidores, significando gastos financeiros que variam de acordo com o evento, o tamanho da campanha, viagens, passagens e outros.

Ainda na tabela 5 foi considerado para a formação deste custo, a realização de reuniões com analistas e a distribuição de material informativo. No caso de empresas de

médio porte, além da reunião, foi considerada uma apresentação adicional em outro Estado, e no caso de empresas de grande porte foram consideradas as apresentações anteriores e duas apresentações adicionais no exterior.

Diante disso, os custos para as empresas de capital aberto, são classificados em duas categorias: os custos obrigatórios, que representam todos os gastos de manutenção da empresa aberta, e os custos não obrigatórios, relativos aos custos de Governança Corporativa os quais são aplicados principalmente as empresas do Nível 2 e do Novo Mercado. Segundo a BOVESPA, a estimativa dos custos com a Governança Corporativa pode ser analisados na tabela 6 abaixo:

Tabela 6 - Custos anual de Manutenção no Novo Mercado

Custo	Nível	R\$ Mil		
		Empresa Pequeno Porte	Empresa Médio Porte	Empresa Grande Porte
Obrigatório	BOVESPA, N1, N2 e Novo Mercado	280	505	967
Não Obrigatório	N2 e Novo Mercado	257	483	1022
<b>Total</b>		<b>537</b>	<b>987</b>	<b>1990</b>

Crítérios utilizados nas estimativas de custos do relatório:

Empresas de Pequeno Porte - até R\$200 milhões de receita operacional líquida

Empresas de Médio Porte - receita entre R\$201 milhões e R\$500 milhões

Empresas de Grande Porte - receita acima de R\$500 milhões

Fonte: Custos de abertura de capital e de manutenção da condição de companhia aberta - BOVESPA (2004)

A tabela 6 acima mostra o incremento nos custos das empresas para adotarem os níveis diferenciados de Governança Corporativa, sendo que os valores representam médias de desembolsos obtidas através de uma pesquisa de campo. Mas, dependendo de características particulares e objetivos das empresas esses montantes, podem ser muito

superiores, como por exemplo a criação de sites para investidores e as bonificações para os gestores.

O aumento de custo pode inibir a migração para o Nível 2 e Novo Mercado, por outro lado, como vimos anteriormente, a adesão desses níveis na oferta inicial não representam um grande impacto, aproximadamente 4% do montante total gasto de abertura de capital, favorecendo o ingresso diretamente nesses níveis.

O custo do Novo Mercado está próximo ao custo total das empresas listadas na bolsa. No caso das empresas de grande porte, o valor do Novo Mercado ultrapassa os seus custos de manutenção. Isto significa que estar no Novo Mercado corresponde a dobrar os custos das empresas de capital aberto, as quais não aderiram às práticas mais elevadas de governança.

Deste modo, o principal incremento de custos com a Governança Corporativa é relativo aos gastos da empresa com apresentações, eventos, com a contratação de auditoria independente para os padrões internacionais de contabilidade e com a estrutura da área de relação dos investidores.

Este impacto de custo pode representar um obstáculo para as empresas na migração para níveis mais elevados de Governança Corporativa, sendo necessário analisar os principais benefícios trazidos com a adoção dessas práticas. O próximo tópico irá tratar desses benefícios, para uma posterior discussão da consolidação do Novo Mercado.

#### **4.2 – Benefícios da Governança Corporativa no Brasil**

Os benefícios da Governança Corporativa para as empresas e de sua administração através conselhos, podem representar melhores decisões na aplicação de recursos, as quais acarretam no aumento do valor do acionista e no respeito de seus



direitos. Para a visualização dessa melhora de desempenho e análise da estratégia de longo-prazo é necessário observar principalmente os indicadores financeiros das empresas dos níveis diferenciados.

Outro benefício concedido a Governança Corporativa refere-se a resposta do mercado, pois geralmente, ocorre um aumento no interesse dos investidores nas ações das empresas que aderiram as suas práticas, ocasionando em valorização do preço da ação e um maior número de negócios, implicando na liquidez e até mesmo na concentração de propriedade da empresa.

Para analisar os benefícios citados acima no Brasil, é necessário uma análise dos indicadores financeiros, dos níveis diferenciados de Governança Corporativa da BOVESPA, observando as empresas e suas características, com isso examinar o Nível 1, o Nível 2 e o Novo Mercado.

#### **4.2.1 – Indicadores Financeiros**

Os indicadores financeiros são utilizados como medidores de desempenho, e também servem como instrumento de comparação entre as empresas. No presente tópico, serão utilizados para analisar comparativamente os níveis diferenciados de Governança Corporativa, avaliando de uma forma ampla a caracterização das empresas de cada segmento.

Para a realização da análise financeira foi utilizado o banco de dados do Economática, com os valores referentes ao ano de 2007 e em alguns indicadores contempla o período de maio de 2007 a maio de 2008.<sup>32</sup> Este banco de dados contém as informações patrimoniais das empresas listadas na BOVESPA.

---

<sup>32</sup> Sistema com ferramentas e banco de dados para apoio e análise dos investidores, corretoras, bancos e envolvidos em aplicações financeiras.

O primeiro indicador financeiro utilizado na comparação dos níveis diferenciados é o lucro por ação, que representa a divisão do lucro líquido (ou prejuízo) da empresa no ano, pelo número total de suas ações.

Este indicador está relacionado com fatores operacionais como: o aumento do faturamento, da margem de lucro, da conjuntura econômica do setor da empresa, da taxa de crescimento do lucro, e outros. Além da análise financeira, também possibilita uma avaliação do mercado, através da observação de sua série histórica, permite identificar a tendência do indicador, facilitando a análise dos investidores na empresa.

Os níveis diferenciados de Governança Corporativa no Brasil apresentaram o indicador lucro por ação, conforme a tabela 7 abaixo:

Tabela 7 - Indicador Lucro por ação

Indicador Lucro por ação (*)	Nível 1		Nível 2		Novo Mercado	
	Quantidade de empresas	(%)	Quantidade de empresas	(%)	Quantidade de empresas	(%)
Abaixo de zero	3	7%	2	12%	19	23%
Entre 0 e 1	12	29%	11	65%	42	50%
Entre 1 e 2	11	27%	1	6%	20	24%
Acima de 2	15	37%	3	18%	3	4%
<b>Total</b>	<b>41</b>	<b>100%</b>	<b>17</b>	<b>100%</b>	<b>84</b>	<b>100%</b>

(\*) Dados em Reais - no período de maio/07 a maio/08 - Consolidado

Fonte: Economática (2008)

Na tabela 7, observa-se que o Nível 1, ainda possui o número de empresas com maiores lucros por ações, demonstrando que neste segmento ainda estão empresas de grande porte. A maioria dessas empresas não realizou oferta primária durante a década de 2000 e sim ofertas secundárias, e com isso adequaram suas práticas para o ingresso no Nível 1. Estas empresas não migraram para níveis mais elevados de Governança Corporativa, como o Novo Mercado, pois possuem grande parte de suas ações na forma preferencial.

Por outro lado, a grande maioria dos lançamentos iniciais de ações ocorreu diretamente no Novo Mercado. Este fato prejudica o indicador lucro por ação, pois as empresas com abertura de capital recente, muitas vezes, ainda não refletem o lucro do período de 12 meses, distorcendo o indicador, ou ainda, apresentando valor negativo.

A tabela 7 é referente aos dados de maio de 2007 a maio de 2008, e somente em 2007, ocorreram 48 ingressos no Novo Mercado, aproximadamente 50% do total de empresas desde a criação deste nível, significando uma grande quantidade de empresas com emissão recentes.

Apesar desta distorção, o indicador da tabela 7 mostra que as empresas do Novo Mercado, são empresas com grande lucratividade em seus setores, e conseqüentemente altos faturamentos. Para observar melhor a relação com o faturamento, é necessária a consideração do próximo indicador - Vendas por Ação. Este indicador é obtido através da divisão da receita bruta pela quantidade de ações da empresa, como mostra a tabela 8 abaixo:

Tabela 8 - Indicador Vendas por Ação

Indicador Vendas/Ação (*)	Nível 1		Nível 2		Novo Mercado	
	Quantidade de empresas	(%)	Quantidade de empresas	(%)	Quantidade de empresas	(%)
Entre 0 e 1	0	0%	4	25%	9	11%
Entre 1 e 2	0	0%	1	6%	5	6%
Entre 2 e 3	0	0%	1	6%	13	16%
Entre 3 e 4	4	14%	0	0%	7	9%
Entre 4 e 5	1	3%	1	6%	10	12%
Entre 5 e 10	5	17%	0	0%	15	18%
Acima de 10	19	66%	9	56%	23	28%
<b>Total</b>	<b>29</b>	<b>100%</b>	<b>16</b>	<b>100%</b>	<b>82</b>	<b>100%</b>

(\*) Dados em Reais - no período de maio/07 a maio/08 - Consolidado

Fonte: Economática (2008)

A tabela acima reforça os argumentos do primeiro indicador, mostrando a quantidade de empresas grandes no Nível 1, e também do Nível 2. Outro ponto é a presença de empresas menores no Novo Mercado.

A relação existente entre os dois indicadores anteriores representa o indicador de margem operacional. Este indicador é obtido pelo quociente da divisão do lucro operacional (EBIT) com a receita líquida, medindo a porcentagem de **lucro** obtido em cada unidade monetária de venda, antes dos **juros e imposto de renda**

A margem operacional é utilizada para medir a rentabilidade das empresas, de um mesmo setor, avaliando a eficiência operacional, ou ainda para uma análise entre empresas de diferentes ramos. Os níveis diferenciados podem ser observados na tabela 9 abaixo:

Tabela 9 - Margem Operacional

Indicador Margem Operacional (*)	Nível 1		Nível 2		Novo Mercado	
	Quantidade de empresas	(%)	Quantidade de empresas	(%)	Quantidade de empresas	(%)
Abaixo de zero	2	6%	3	19%	14	17%
Entre 0 e 5	3	10%	2	13%	16	20%
Entre 5 e 10	7	23%	5	31%	6	7%
Entre 10 e 15	3	10%	3	19%	10	12%
Entre 15 e 20	3	10%	1	6%	10	12%
Acima de 20	13	42%	2	13%	26	32%
Total	31	100%	16	100%	82	100%

(\*) Valores do Balanço Patrimonial de 2007 - Consolidado - em Reais

Fonte: Economática (2008)

O indicador acima também mostra a rentabilidade das empresas do Nível 1 e do Novo Mercado, evidenciando assim a eficiência operacional, além de significar setores de alto valor agregado, como tecnologia, aviação, petroquímica e outros. Em relação ao total de empresas, o Nível 1 ainda apresenta a maior lucratividade, seguido pelo Novo Mercado, mesmo possuindo empresas com lançamentos recentes.

Para complementar a análise da rentabilidade das empresas e avaliar a eficiência em que os ativos estão aplicados, é utilizado o indicador de rentabilidade do ativo, que mostra a rentabilidade dos recursos administrados pela empresa.

Este indicador é o quociente da divisão entre o lucro líquido da empresa pelo seu ativo total, representando a percentagem de ganhos obtidos na administração da empresa. Os níveis diferenciados apresentaram a rentabilidade do ativo, conforme a tabela 10 abaixo:

Tabela 10 - Indicador Rentabilidade do Ativo

Indicador Rentabilidade do Ativo (*)	Nível 1		Nível 2		Novo Mercado	
	Quantidade de empresas	(%)	Quantidade de empresas	(%)	Quantidade de empresas	(%)
Abaixo de zero	3	7%	2	12%	19	22%
Entre 0 e 1	1	2%	1	6%	6	7%
Entre 1 e 2	7	16%	1	6%	3	3%
Entre 2 e 3	7	16%	4	24%	11	13%
Entre 3 e 4	2	5%	2	12%	8	9%
Entre 4 e 5	6	14%	0	0%	5	6%
Entre 5 e 6	2	5%	2	12%	6	7%
Entre 6 e 7	2	5%	1	6%	6	7%
Entre 7 e 8	1	2%	1	6%	3	3%
Entre 8 e 9	1	2%	1	6%	7	8%
Entre 9 e 10	4	9%	0	0%	1	1%
Acima de 10	7	16%	2	12%	12	14%
<b>Total</b>	<b>43</b>	<b>100%</b>	<b>17</b>	<b>100%</b>	<b>87</b>	<b>100%</b>

(\*) Valores do Balanço Patrimonial de 2007 - Consolidado - em Reais

Fonte: Económica (2008)

O indicador acima mostra a capacidade dos ativos da empresa em gerarem lucros, servindo para identificar as mais rentáveis. As empresas do Nível 1 e Novo Mercado, são as que apresentaram maiores rentabilidade. No Nível 1 estão presentes empresas de grande faturamento, como os Bancos, já o Novo Mercado possui empresas de setores com valor agregado muito alto, ou ainda empresas com a marca muito difundida e com ativos imobilizados menores.

A análise da rentabilidade do ativo é importante para a determinação dos passivos, como por exemplo, novas emissões de ações e obtenção de crédito para a realização de novos investimentos ou necessidade de capitais. Para a análise desses endividamentos e a comparação entre as empresas, utiliza-se um indicador da

capacidade de pagamento das empresas, através da relação da lucratividade com as suas dívidas.

Este indicador é resultado da divisão do lucro operacional (EBIT) com a dívida financeira líquida, que indica o tamanho da dívida em relação ao seu lucro, sinalizando também a sua alavancagem financeira. No Brasil, a capacidade de pagamento das empresas com Governança Corporativa pode ser observada na tabela 11 abaixo:

Tabela 11 - Indicador EBIT/Dívida Líquida

Indicador EBIT/Dívida Líquida (*)	Nível 1		Nível 2		Novo Mercado	
	Quantidade de empresas	(%)	Quantidade de empresas	(%)	Quantidade de empresas	(%)
Abaixo de zero	3	10%	8	50%	39	46%
Entre 0 e 5	2	6%	0	0%	4	5%
Entre 5 e 10	0	0%	1	6%	3	4%
Entre 10 e 15	0	0%	1	6%	5	6%
Entre 15 e 20	3	10%	0	0%	3	4%
Acima de 20	23	74%	6	38%	31	36%
Total	31	100%	16	100%	85	100%

(\*) Valores do Balanço Patrimonial de 2007 - Consolidado - em Reais  
 Fonte: Economática (2008)

O indicador acima mostra que as empresas possuem grande capacidade de pagamento de suas dívidas devido ao tamanho de seus lucros. As empresas do Nível 1 e 2 possuem os maiores indicadores, confirmando a grande lucratividade e o grande porte dessas empresas, sinalizando a maturidade e um endividamento pequeno em relação ao seu faturamento.

O Novo Mercado também apresenta uma grande capacidade de pagamento, porém neste nível ainda existe uma grande parcela de empresas com lucros negativos, distorcendo o indicador.

A observação dos indicadores financeiros de desempenho, mostra a presença de grandes empresas no Nível 1, que possuem grande parte das ações como preferenciais, não possibilitando o ingresso no Novo Mercado. Além disso, observa-se que muitas empresas fazem seu lançamento inicial de ações diretamente no Novo Mercado, indicando que a adesão das práticas mais elevadas pode trazer benefícios como a valorização da cotação.

Os indicadores utilizados para analisar a resposta do mercado são índices utilizados principalmente na comparação entre empresas e seus setores de atuação. A elaboração desses índices é realizada através de informações apresentadas pelas empresas nos demonstrativos financeiros, como lucro, faturamento, patrimônio e outros, em relação ao valor de mercado ou preço da ação no período.

Estes indicadores permitem sinalizar questões sobre a valorização das empresas, a distribuição dos lucros, o tempo de retorno do investimento e a indicação do comportamento de algumas empresas para os investidores.

Os indicadores com valores de mercado estão presentes nas análises fundamentalistas, pois estão intimamente relacionados com a valoração dos ativos, servindo como instrumental para avaliação de empresas<sup>33</sup>.

A primeira análise desses indicadores representa a relação entre o preço da ação da empresa e seu lucro por ação. Este indicador é utilizado como um sinalizador para o prazo de retorno do investimento e também para avaliar se a ação está valorizada ou não.

---

<sup>33</sup> A análise fundamentalista considera o ambiente macroeconômico do país, a empresa e suas projeções futuras.

O preço da ação (numerador) é o valor de sua cotação no mercado e o lucro por ação (denominador) é o lucro líquido da empresa, em seu último exercício, dividido pelo número de ações. Esta razão é utilizada na comparação de empresas diferentes, mostrando uma estimativa de prazo, em anos, para a recuperação do capital investido na compra da ação.

Este indicador possui algumas deficiências na análise de um período, como por exemplo, a distribuição dos lucros da empresa não é linear ou integral em todos os exercícios, ou ainda, a previsão de crescimento futuro não é incorporada. Porém é uma forma simplificada de analisar diferentes empresas. No Brasil, as empresas com Governança Corporativa podem ser observadas na tabela 12 abaixo:

Tabela 12 - Indicador Preço/Lucro

Indicador Preço/Lucro (*)	Nível 1		Nível 2		Novo Mercado	
	Quantidade de empresas	(%)	Quantidade de empresas	(%)	Quantidade de empresas	(%)
Abaixo de zero	2	8%	0	0%	20	24%
Entre 0 e 10	6	23%	3	38%	3	4%
Entre 10 e 20	13	50%	1	13%	19	23%
Entre 20 e 30	4	15%	0	0%	16	19%
Entre 30 e 40	0	0%	0	0%	8	10%
Entre 40 e 50	1	4%	1	13%	5	6%
Acima de 50	0	0%	3	38%	12	14%
<b>Total</b>	<b>26</b>	<b>100%</b>	<b>8</b>	<b>100%</b>	<b>83</b>	<b>100%</b>

(\*) Dados em Reais - no período de maio/07 a maio/08 - Consolidado

Fonte: Economática (2008)

A forma de interpretar o indicador é a seguinte: quanto mais baixo o índice mais lucratividade a empresa apresenta, e quanto mais alto mais cara é a ação em relação ao seu lucro. Deste modo é observado que as ações estão valorizadas, já que a maior parte das empresas apresentou o indicador acima de 10 anos.

A análise da tabela 12 é prejudicada devido a algumas empresas apresentarem o lucro por ação negativo no período, distorcendo o indicador e sendo necessária a



desconsideração dos casos, mas os outros casos servem para uma visualização dos níveis diferenciados.

Os Níveis 1 e 2 são os que apresentam os menores indicadores, e com isso, geralmente são empresas que apresentam uma maior rentabilidade. Por outro lado, o Novo Mercado apresenta indicadores maiores, geralmente com dois dígitos, demonstrando que o preço da ação está valorizado.

O alto indicador preço/lucro pode indicar também a presença de empresas com baixo lucro líquido, porém como vimos anteriormente os indicadores financeiros de margem operacional e lucro por ação, as empresas do Novo Mercado possuem alta lucratividade, confirmando a valorização de suas ações.

Para complementar esta análise, os investidores utilizam a análise do inverso do índice, ou seja, quanto menor o preço/lucro e maior o lucro/preço, melhor opção de rentabilidade a empresa apresenta, servindo também para avaliar se o preço da cotação está caro ou barato.

As oscilações no indicador lucro/preço significam uma geração maior de fluxo de caixa ou uma queda no preço das ações. Para comprovar a rentabilidade ou a valorização do mercado das empresas com Governança Corporativa, segue a análise do indicador na tabela 13 abaixo:

Tabela 13 - Indicador Lucro/Preço

Indicador Lucro/Preço (*)	Nível 1		Nível 2		Novo Mercado	
	Quantidade de empresas	(%)	Quantidade de empresas	(%)	Quantidade de empresas	(%)
Abaixo de zero	2	8%	0	0%	19	23%
Entre 0 e 1	0	0%	2	25%	5	6%
Entre 1 e 2	0	0%	1	13%	8	10%
Entre 2 e 3	1	4%	1	13%	8	10%
Entre 3 e 4	1	4%	0	0%	13	16%
Entre 4 e 5	3	12%	0	0%	8	10%
Entre 5 e 6	2	8%	0	0%	5	6%
Acima de 6	17	65%	4	50%	17	20%
Total	26	100%	8	100%	83	100%

(\*) Dados em Reais - no período de maio/07 a maio/08 - Consolidado

Fonte: Economática (2008)

A tabela 13 mostra que as empresas possuem altos lucros, principalmente as do Nível 1 e 2, evidenciando a presença de grandes empresas com alta lucratividade, porém a análise também é distorcida pelo aparecimento dos casos de lucros negativos, principalmente do Novo Mercado.

O indicador lucro/preço pode apresentar um número alto devido a uma queda do preço da cotação, prejudicando a análise da valorização das ações. Para evitar isto, é utilizado um outro indicador de mercado, obtido pela relação do preço com o valor patrimonial da ação, que compara o valor de mercado da empresa com seu valor contábil. Deste modo, quanto mais baixo o índice, mais barata é a empresa.

A análise deste indicador permite observar se as empresas estão valorizadas, esclarecendo a relação do tamanho dos lucros, do preço das ações e do valor contábil. Desta forma, observa-se a valorização do mercado para as empresas brasileiras e também conforme seu nível de Governança Corporativa na tabela 14 abaixo:

Tabela 14 - Indicador Preço/Valor Patrimonial da Ação

Indicador Preço/Valor Patrimonial da Ação	Nível 1		Nível 2		Novo Mercado	
	Quantidade de empresas	(%)	Quantidade de empresas	(%)	Quantidade de empresas	(%)
Entre 0 e 1	2	8%	0	0%	3	4%
Entre 1 e 2	7	28%	2	25%	27	32%
Entre 2 e 3	5	20%	4	50%	25	29%
Entre 3 e 4	6	24%	0	0%	12	14%
Entre 4 e 5	4	16%	0	0%	5	6%
Entre 5 e 6	1	4%	1	13%	4	5%
Acima de 6	0	0%	1	13%	9	11%
Total	25	100%	8	100%	85	100%

(\*) Dados em Reais - no período de maio/07 a maio/08 - Consolidado

Fonte: Economática (acesso em 02/05/08)

O indicador da tabela 14 revela a valorização das empresas com Governança Corporativa, principalmente aquelas que aderiram ao Novo Mercado, pois aproximadamente 10% das suas empresas apresentaram um valor de mercado maior que 6 vezes o seu valor contábil.

Esta valorização sinaliza um aumento do interesse dos investidores, trazendo retornos anormais nos lançamentos iniciais e um maior valor de mercado as empresas que aderiram a Governança Corporativa.

Portanto, mesmo com muitos lançamentos iniciais em 2007, o Novo Mercado apresentou uma valorização acima dos outros níveis. Assim a Governança Corporativa foi favorável para as empresas. Para contribuir nesta análise, será exposto no tópico seguinte o comportamento do IGC, demonstrando a valorização das empresas com Governança Corporativa em relação ao IBOVESPA.

#### **4.2.2 – Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada - IGC**

A BOVESPA com o intuito de observar os retornos das empresas com Governança Corporativa, estabeleceu o Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada (IGC) que contém as empresas do Novo Mercado, do Nível 2 e Nível 1,

analisando uma carteira de ações que pode ser comparada com outros índices que medem o comportamento da bolsa em geral.

A definição do IGC segundo a BOVESPA (2008) é descrita abaixo.

O IGC - Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada tem por objetivo medir o desempenho de uma carteira teórica composta por ações de empresas que apresentem bons níveis de governança corporativa. Tais empresas devem ser negociadas no Novo Mercado ou estar classificadas nos Níveis 1 ou 2 da BOVESPA.

A criação do IGC foi fixada em um valor nominal de 1000 pontos em 2001 com o advento da criação dos níveis diferenciados de Governança Corporativa. A evolução no período de 2001 a 2007 do índice pode ser observada na tabela 15 abaixo:

Tabela 15 - Evolução do IGC

Ano	Índice de Fechamento Nominal	Varição Anual Nominal	Índice de Fechamento em US\$	Varição Anual em US\$
2001	1.010,98	1,09	435,69	0,2
2002	1.026,90	1,57	290,63	-33,29
2003	1.845,41	79,7	638,73	119,77
2004	2.545,00	37,9	958,83	50,12
2005	3.658,81	43,76	1.563,13	63,02
2006	5.169,65	41,29	2.417,98	54,69
2007	6.800,59	31,54	3.839,32	58,78

Fonte: BOVESPA (2008)

A tabela 15 mostra o crescimento do índice no período, significando uma crescente entrada de empresas e com isso um aumento do valor teórico da carteira e um conseqüente aumento no volume de negócios, como também é observado na tabela 16 abaixo:

Tabela 16 - A Governança Corporativa no valor de mercado e no volume negociado

Anos	Participação (%) em relação ao total		
	Do universo das companhias listadas	Do Valor de mercado das companhias listadas	No volume negociado
2001	3,5	19	14
2002	6,5	23	23
2003	9,8	35	25
2004	14,5	39	34
2005	19,8	45	45
2006	26,9	53	51
2007 (a)	30,7	58	63

(a) Primeiro semestre

Fonte: BOVESPA. In: ANDRADE, A. ; ROSSETTI, J. P.; Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências. 3 ed. São paulo: Atlas, 2007.

A tabela 16 apresenta a tendência crescente de ingressos de empresas nos níveis diferenciados e o grande porte delas, já que apenas 4% em relação ao número de empresas listadas significava quase 20% do valor de mercado total em 2001.

O aumento de ingressos, a valorização das empresas brasileiras em geral e o fato das empresas do IGC representarem aproximadamente 60% do valor total de mercado da BOVESPA, dificultam a visualização da valorização das empresas devido a Governança Corporativa. Porém, esta análise pode ser feita quando comparado o IGC com outros índices, como o IBOVESPA<sup>34</sup>, o IBrX<sup>35</sup> e o IBrX50<sup>36</sup>, como segue na tabela 17 abaixo.

<sup>34</sup> As ações integrantes da carteira teórica do Índice Bovespa representam 80% do número de negócios e do volume financeiro da BOVESPA.

<sup>35</sup> O IBrX - Índice Brasil - mede o retorno de uma carteira teórica composta por 100 ações selecionadas entre as mais negociadas em termos de número de negócios e volume financeiro.

<sup>36</sup> O IBrX-50 mede o retorno total de uma carteira teórica composta por 50 ações selecionadas entre as mais negociadas em termos de liquidez.

Tabela 17 - Comparação dos Índices IGC, IBOVESPA, IBrX e IBrX50

Período	Índice Relativo			
	IBOVESPA	IBrX	IBrX 50	IGC
jun/01	100	100	100	100
dez/01	93	94	91	99
dez/02	77	100	99	101
dez/03	152	178	174	181
dez/04	179	231	221	250
dez/05	229	318	304	360
dez/06	305	433	407	508
dez/07	438	639	616	669
abr/08	465	667	641	672

Fonte: BOVESPA

Graficamente, os índices acima apresentam o seguinte comportamento:

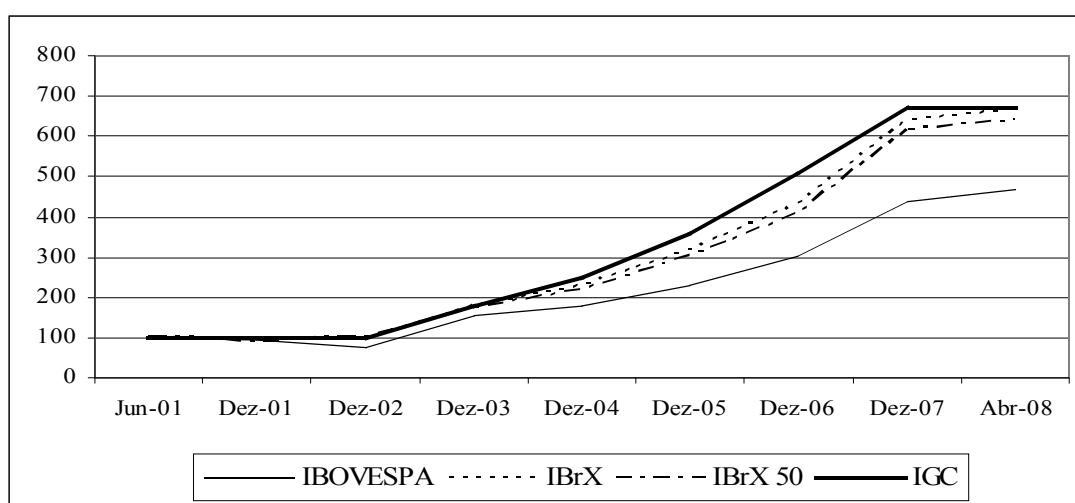


Gráfico 1 – Evolução dos principais Índices da BOVESPA

Fonte: BOVESPA (2008)

Na tabela 17, o IGC apresenta uma valorização acima das carteiras teóricas dos outros índices, que utilizam como critério o maior número de negócio, volume financeiro ou ainda a maior liquidez. Deste modo, é possível concluir que a Governança Corporativa trouxe um maior retorno para as ações das empresas que adotaram, representando uma valorização acima do mercado de capitais do Brasil.

Para corroborar na análise de Governança Corporativa foi elaborado o tópico seguinte que vai tratar da observação do retorno das ações das empresas do IGC, para perceber o comportamento das cotações conforme o nível de práticas adotado.

### **4.2.3 - Retorno das ações das empresas com Governança Corporativa**

O exame dos retornos das ações das empresas dos níveis diferenciados de Governança Corporativa foi elaborada a partir da observação do preço de fechamento da ação no último dia do mês, permitindo uma análise do retorno mensal das empresas<sup>37</sup>.

A amostra utilizada refere-se às ações com Governança Corporativa do mercado de capitais brasileiro, conforme o nível de práticas adotado, estruturando uma análise de aproximadamente 173 ações, distribuídas conforme a tabela 18 abaixo:

Tabela 18 - Distribuição das ações dos Níveis Diferenciados da BOVESPA em 2007

Nível de Governança Corporativa	Quantidade de empresas	Quantidade de Ações Preferenciais	Quantidade de Ações Ordinárias	Total de Ações
Nível 1	41	45	24	69
Nível 2	17	18	4	22
Novo Mercado	82	0	82	82
Total Geral	140	63	110	173

Fonte: Dados do Economática referentes ao período de janeiro a dezembro de 2007.

A tabela 18 mostra que ainda existe um grande número de ações preferenciais, mas a quantidade de ações ordinárias já é muito superior, em virtude principalmente da grande representatividade do Novo Mercado, que estabelece o requisito de que cada ação representa um voto.

As ações presentes na tabela 18 foram utilizadas para elaborar uma análise do retorno mensal, durante o período de janeiro de 2002 a dezembro de 2007, contemplando a maioria dos ingressos e considerando a data de entrada das empresas nos níveis diferenciados. Os retornos mensais obtidos apresentaram uma média mensal para as empresas com Governança Corporativa, observados na tabela 19 abaixo:

<sup>37</sup> A taxa de retorno utilizada foi obtida da seguinte forma:  $R = (Pt - Pt-1) / Pt-1$ , Pt é o preço de fechamento da ação no último dia do mês e Pt-1 é o preço de fechamento da ação no último dia do mês anterior à Pt.

Tabela 19 - Retorno Mensal Médio das Ações com Governança Corporativa

Retorno Mensal Médio (*)	Nível 1		Nível 2		Novo Mercado	
	Quantidade de Ações	(%)	Quantidade de Ações	(%)	Quantidade de Ações	(%)
Abaixo de zero	8	12%	6	27%	29	35%
Entre 0 e 1	3	4%	1	5%	5	6%
Entre 1 e 2	5	7%	1	5%	8	10%
Entre 2 e 3	15	22%	5	23%	9	11%
Entre 3 e 4	13	19%	5	23%	6	7%
Entre 4 e 5	14	20%	2	9%	13	16%
Entre 5 e 6	7	10%	1	5%	3	4%
Acima de 6	4	6%	1	5%	9	11%
Total	69	100%	22	100%	82	100%

(\*) Dados em Reais - no período de jan/02 a dez/07

Fonte: Economática (2008)

A tabela 19 mostra que a maior quantidade de ações com expressivos retornos está no Novo Mercado, no total de 9 empresas, porém o Nível 1 e 2 apresentaram proporcionalmente o maior número de empresas com retornos positivos, devido principalmente a representarem empresas mais antigas no mercado de capitais, além da presença de bancos e siderúrgicas.

Por outro lado, o Novo Mercado recebeu muitas ofertas primárias, principalmente em 2007, muitas dessas empresas apresentaram uma queda de preços nos meses seguintes a sua abertura, não podendo afirmar que a Governança Corporativa trouxe retornos anormais no lançamento inicial de ações.

A Governança Corporativa aparece nessas ações não como um fator de valorização do preço, mas sim como um reflexo de maturidade da empresa. Em alguns casos, as ações apresentaram altas taxas de retornos indicando também o interesse do investidor devido uma questão setorial da empresa ou do país.

De qualquer forma, o Novo Mercado apresentou uma grande quantidade de empresas com altos retornos, assim como os outros níveis também, mostrando que a Governança Corporativa está relacionada com a valorização das ações, representando um benefício para as empresas.



Os benefícios obtidos pelas empresas, através de uma resposta positiva do mercado e da melhora dos indicadores financeiros de desempenho, devem ser confrontados com os custos financeiros incorridos no processo de adesão das práticas de Governança Corporativa.

### **4.3 – Análise dos Custos e benefícios da Governança Corporativa**

A aplicação das práticas de Governança Corporativa tem o intuito de garantir princípios, como a equidade de tratamentos para todos os acionistas, a prestação de contas dos gestores e a responsabilidade dos conselhos de administração, todos relacionados com o valor do acionista.

Por outro lado, em teoria, também busca auxiliar o relacionamento entre todos os *stakeholders*, como credores, governo, comunidade, funcionários, fornecedores e outros envolvidos, através de conselhos para a tomada de decisões e a geração de transparência nas informações relevantes das empresas.

Em contrapartida, o aumento da Governança Corporativa e todas as questões envolvidas requerem alguns custos financeiros que são absorvidos pelas empresas, podendo desestimular a adesão de práticas ou a migração dentro dos níveis diferenciados.

Primeiramente, dentre estes custos destaca-se a criação de áreas responsáveis pelo relacionamento com investidores, o qual reflete em um aumento do pessoal para organização interna, além do estabelecimento de conselheiros independentes para a administração.

Esta questão pessoal também envolve práticas como remunerações e *stock options*, além da nomeação de cargos como o *CEO* e o *CFO*, e com isso atualizações de salários condizentes com o mercado.

Outro importante custo é a contratação de auditoria independente para comprovar a veracidade das informações prestadas, ou para participar da abertura de capital da empresa. Além disso, ainda pode ocorrer a necessidade de contratação de auditorias internas para auxiliar na consultoria e criação de informação nos padrões contábeis nacionais e internacionais. Este custo ainda pode aumentar conforme o regime de colocação das ações, ou seja, somente no mercado doméstico ou também em bolsas externas.

Por fim, ocorrem custos altos com as apresentações e reuniões com periodicidade definida no regulamento adotado. Isto significa a realização de eventos e todos os custos envolvidos, como viagens, aluguel de salões, refeições e outros. Geralmente, os resultados dessas reuniões são divulgados para o mercado nos meios de comunicação, como jornais, sites, revistas e outros, aumentando ainda mais os custos.

Os custos incorridos na adesão da Governança Corporativa complementam todos os custos das empresas na condição de companhia aberta, ou seja, agrega-se aos custos praticados pelas empresas, podendo representar um inibidor para as empresas adotarem essas práticas.

Porém, é necessário analisar, além dos custos, os benefícios gerados com a Governança Corporativa, principalmente para os acionistas, impulsionando as empresas para a adesão, já que reduz o conflito de agência e melhora a imagem institucional. Além disso, a transparência de informações diminui as incertezas para os investimentos, a qual ocasiona em um aumento o interesse dos investidores, credores, clientes, bancos e outros.

Estes benefícios acarretam em uma valorização das ações e do número de negócios, aumentando assim a liquidez. Outro fator é o aumento de investidores externos e de fundos de investimentos nas empresas, já que a Governança Corporativa

proporciona uma maior proteção legal, aumentando a credibilidade nas empresas do país e no seu sistema financeiro e judiciário.

Estas melhorias geram benefícios para as empresas com os *stakeholders*, os quais podem acessar a empresa e colocar questões na pauta do conselho de administração. Somado a isto, ainda permite informar a organismos responsáveis práticas inadequadas das empresas. Deste modo, as empresas ficam mais acessíveis, reguladas e transparentes, que pode significar em maiores créditos e alavancagem financeira.

Portanto, na realidade financeira da década de 2000, os custos da Governança Corporativa são absorvidos como um custo fixo, enquanto os benefícios apresentam uma tendência positiva e variável com o crescimento da empresa e as valorizações constantes conforme o mercado. Deste modo, a Governança Corporativa significa vantagens para as empresas em relação aos seus custos, através de uma melhora financeira e mercadológica da empresa.

Os benefícios da Governança Corporativa no Brasil favorecem uma concretização do processo de listagem das empresas, representando ingressos e migrações constantes para as suas práticas, com isso, também significa a consolidação do Novo Mercado, que representa os maiores requisitos adotados, que implica em padrões internacionais contábeis e outros custos praticados no mercado. Para uma discussão mais aprofundada do Novo Mercado foi elaborado o tópico seguinte.

#### **4.4 – Consolidação do Novo Mercado no Brasil**

Na década de 2000, o Brasil possui principal mercado de capitais da América Latina, representando um grande fluxo de investimentos estrangeiro. A magnitude deste mercado, as entradas de investimento e conseqüentemente o aumento do número de

negócios na bolsa, em relação aos outros países, podem ser observados na tabela 20 abaixo:

Tabela 20 - Comparativo das Bolsas da América Latina - março de 2008

País	Captações por ações (milhões de US\$)	Capitalização de mercado (bilhões de US\$)	Média de Negociação diária (milhões de US\$)
Argentina	291	56	28
Brasil	2014	1287	3093
Chile	49	230	142
Colômbia	346	109	80
México	184	419	533
Peru	29	72	25

Fonte: WFE in: BOVESPA (2008)

O amadurecimento do mercado de capitais do país e o seu posicionamento de destaque também entre os países emergentes, refletem a confiança dos investidores nas empresas brasileiras. Este fato é fortalecido também pelo advento da Governança Corporativa, principalmente através do processo de listagem das empresas estabelecido pela BOVESPA no final de 2001.

Os níveis diferenciados permitem a visualização das empresas que adotaram as práticas de Governança Corporativa, representando uma indicação ao investidor externo de aumento da transparência e proteção legal, impulsionando o mercado de capitais do país de uma forma geral.

As empresas com Governança Corporativa possuem grande representatividade valor de mercado total negociado na bolsa do país, como pode ser observado na tabela 21 abaixo:

Tabela 21 - Níveis Diferenciados de Governança Corporativa - Abril de 2008

Mercado	Quantidade		Capitalização de Mercado (milhões R\$)		Volume financeiro	
	Empresa	(%)	R\$ milhões	(%)	R\$ milhões	(%)
Novo Mercado	99	22%	430.257	18%	1.057	20%
Nível 2	19	4%	65.287	3%	188	4%
Nível 1	43	10%	938.005	38%	2.169	41%
Tradicional	289	64%	1.020.529	42%	1.903	36%
Total	450	100%	2.454.078	100%	5.317	100%

Fonte: BOVESPA (2008)

A tabela acima mostra que os Níveis Diferenciados representam aproximadamente 60% do valor de mercado das empresas de capital aberto do Brasil, significando a adesão das principais empresas e a abertura de capitais de muitas empresas, já contemplando a Governança Corporativa.

A migração das empresas para a Governança Corporativa e as ofertas iniciais das empresas já adotando as suas práticas, apresentam uma tendência crescente em relação ao número de adesão das empresas desde a criação do processo de listagem, como observado no gráfico 2 abaixo:

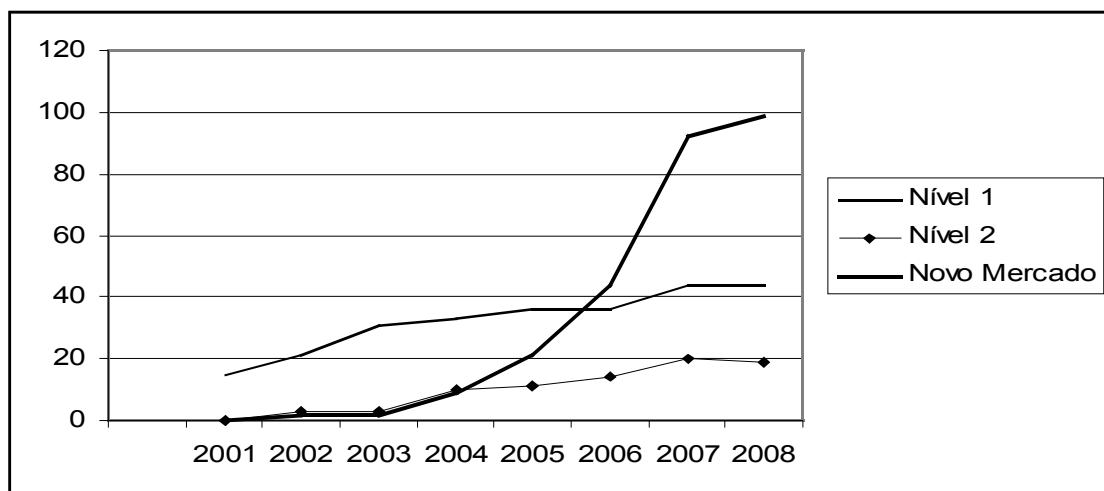


Gráfico 2 – Número de ingressos na Governança Corporativa no Brasil  
Fonte: BOVESPA (2008)

O gráfico 2 apresenta o aumento de ingressos das empresas para estabelecer os regulamentos de práticas de Governança Corporativa, com o intuito principal de atrair cada vez mais o interesse do investidor.

Os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da BOVESPA estão intimamente relacionados com a valorização do mercado de capitais do país, pois possuem grande representatividade, como mostrado na tabela 21.

Em 2008, o Novo Mercado apresentou maior número de empresas com Governança Corporativa, sendo que a maioria dessas empresas abriu o capital diretamente neste nível.

Um dos motivos dessa adesão direta é em relação aos custos financeiros incorridos, pois o estabelecimento das regras do Novo Mercado na emissão inicial não representa um alto impacto, já que significa somente a divulgação de informação em padrões contábeis internacionais.

Por outro lado, o Novo Mercado apresenta um aumento nos custos incorridos após o processo de abertura, referente às apresentações ao mercado e a estrutura da área de relações com investidores.

Ao mesmo tempo, a adesão do Novo Mercado significa uma resposta positiva dos investidores, geralmente valorizando as ações, tornando um benefício, como visto anteriormente através da análise do retorno médio mensal na tabela 19.

Este benefício também é observado no Novo Mercado, pela observação da valorização das ações, como mostrado pelo indicador Preço/Lucro na tabela 12, demonstrando um alto preço para suas cotações. O indicador também para comprovar isto, é o Preço/Valor Patrimonial por Ação maior neste nível, como mostrou a tabela 14 dos indicadores de mercado.

De uma forma geral, a valorização das ações do Novo Mercado e do Nível 1 e 2 pode ser observada pelo comportamento de seu índices na bolsa, o IGC, que possui somente empresas com Governança Corporativa.

As ações das empresas pertencentes nos níveis diferenciados, em virtude de sua representatividade no valor de mercado do país, participam da carteira de todos os outros índices. Porém, quando observadas somente elas, através do IGC, fica nítido que essas empresas apresentaram a rentabilidade mais alta do mercado, como mostra a variação ocorrida desde a sua criação na tabela 22 abaixo:

Tabela 22 - Rentabilidade acumulada dos Índices da BOVESPA - Abril de 2008

Índice	Varição desde 25/06/01
IGC	583,1%
IBOVESPA	367,4%
IBrX50	540,8%

Fonte: BOVESPA (2008)

A valorização do IGC sinaliza um aumento do interesse dos investidores na Governança Corporativa, aumentando a cotação das ações de suas empresas. Além deste benefício mercadológico, devem ser somados os benefícios trazidos pela redução do conflito de agência e a melhora na tomada de decisões, representando um reflexo de maturidade das empresas.

Para comprovar a maturidade dessas empresas e também verificar a situação das empresas com lançamentos iniciais diretamente no Novo Mercado, foram analisadas as altas margens operacionais na tabela 11, e também a alta relação Vendas/Ações na tabela 8. Estes indicadores mostraram a alta rentabilidade e o grande porte de algumas empresas, principalmente as do Nível 1 e do Novo Mercado.

Outro benefício trazido pela Governança Corporativa pode ser um aumento dos créditos das empresas, já que estabelece o princípio da transparência. Deste modo, as

empresas do Novo Mercado e Nível 2 que apresentam todas as informações e do Nível 1, e ainda apresentam em padrões contábeis internacionais, se mostraram as mais alavancadas financeiramente, como mostrou a tabela 9. Em contrapartida, mesmo alavancadas, essas empresas mostraram uma alta capacidade de pagamento observada na tabela 10.

Portanto, as empresas com Governança Corporativa apresentaram benefícios financeiros e mercadológicos em relação aos custos ocorridos no processo de adesão das suas práticas. O destaque especial foi o Novo Mercado, expoente do tema no país, que apresentou empresas maduras, algumas com lançamentos iniciais de ações recentes, mas com eficiência financeira e operacional.

Assim sendo, a consolidação do Novo Mercado no Brasil é uma realidade na década de 2000, representando uma tendência crescente de ingressos, além impulsionar cada vez mais as práticas de Governança Corporativa, fortalecendo o mercado de capitais do país.



## **5 – CONSIDERAÇÕES FINAIS**

As práticas de Governança Corporativa representam uma tendência de adoção crescente para as empresas. Geralmente, seu conjunto de práticas é uma exigência das bolsas de valores ou entidades do mercado de capitais, que consolidam regras para as empresas listadas, em um movimento global de transparência de informações e a responsabilidade social dos envolvidos.

As práticas ou regras garantem a eficácia de todo um sistema que envolve o relacionamento entre a empresa, os acionistas, os investidores e todos os outros envolvidos como instituições financeiras, do mercado de capitais, regulamentadoras, entre outras.

A Governança Corporativa obteve ainda maior impulso com o aumento dos fluxos internacionais de capitais com a globalização financeira, que conseqüentemente, gerou uma valorização das empresas e o aumento do número de emissões de ações.

Por outro lado, as empresas perceberam a resposta positiva dos investidores, gerando retornos anormais e aumento das cotações, já que aumentava a credibilidade e a proteção legal.

Diante disso, a presente pesquisa procurou discutir a inserção das empresas brasileiras na Governança Corporativa durante a década de 2000, em especial o ingresso no Novo Mercado, já que representa o maior nível de exigência, para observar a consolidação das boas práticas de Governança Corporativa no país.

Para analisar a adesão das práticas no Brasil e os motivos que influenciam nas decisões empresariais foram observados os principais custos e benefícios incorridos no ingresso nos níveis diferenciados, para constatar as principais vantagens das empresas em estabelecerem a Governança Corporativa.

As empresas que ingressaram no Novo Mercado ou no Nível 1 e 2, assumem custos relativos as práticas de Governança Corporativa, principalmente, as auditorias em padrões nacionais ou internacionais de contabilidade, a criação de um conselho de administração, as apresentações, os eventos, as assembléias, as bonificações e a toda uma estrutura responsável pelo relacionamento entre os envolvidos.

Em contrapartida, o interesse do investidor está presente em empresas que possuem Governança Corporativa, ocorrendo benefícios como a valorização das ações, o aumento das captações através do mercado de capitais e o aumento da liquidez. Desta forma, a empresa aumenta o desempenho financeiro através de uma maior alavancagem e rentabilidade.

A dissertação procurou analisar que a empresa com maior Governança Corporativa, aderindo ao Novo Mercado tem maior valorização pelo mercado e melhor apresentação dos indicadores de desempenho, representando vantagens em relação aos custos e benefícios para as empresas migrarem do Nível 1 e 2 para o Novo Mercado.

A análise dos custos financeiros da Governança Corporativa e das empresas mostrou que os custos incorridos no cumprimento dos seus requisitos são bem maiores do que os custos da empresa aberta. Porém frente aos indicadores financeiros e reação do mercado, as empresas do Novo Mercado apresentaram maior valorização e melhor desempenho financeiro, mesmo sendo de menor porte e com emissão inicial recente.

Deste modo, a valorização crescente e acumulada com a Governança Corporativa representou vantagens para as empresas, que apresentaram indicadores financeiros superiores, absorvendo os custos incorridos no cumprimento dos requisitos estabelecidos nos níveis diferenciados de Governança Corporativa, significando principalmente a consolidação do Novo Mercado no Brasil.

O estudo desta forma aponta as vantagens da Governança Corporativa para as empresas brasileiras, que motivam os novos ingressos, além de constituir um instrumento para o entendimento do atual movimento brasileiro e global em prol das boas práticas de Governança Corporativa, contribuindo para uma reflexão mais fundamentada e crítica desta nova tendência.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AGUIAR, A. B.; CORRAR, L.J.; BATISTELLA, F.D. (2004). **Adoção de práticas de governança corporativa e o comportamento das ações na BOVESPA: evidências empíricas**. RAUSP – Revista de Administração da Universidade de São Paulo, v. 39, n.4, p. 338-347, out/nov/dez.

ANDRADE, A. ; ROSSETTI, J. P. (2007). **Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. 3 ed. São paulo: Atlas.

BERLE, A.A; MEANS, G. C. (1932). **The Modern Corporation and Private Property**. Macmillan.

BORGES, L.F.X.; SERRÃO, C.F. B. (2005). **Aspectos de Governança Corporativa Moderna no Brasil**. Revista do BNDES, Rio de Janeiro, v. 12, nº 24, p. 111-148, Dez.

BOVESPA (2000). **Desafios e Oportunidades para o Mercado de Capitais Brasileiro**, disponível em [http://www.bovespa.com.br/pdf/mercado\\_capitais\\_desafios.pdf](http://www.bovespa.com.br/pdf/mercado_capitais_desafios.pdf), acesso em 20/12/2006.

BOVESPA (2003). **Panorama Atual de Governança corporativa – 4º Congresso Nacional de Governança Corporativa**. São Paulo, 10 de novembro de 2003, disponível em <http://www.bovespa.com.br/pdf/Estudo%20IBGOVERNANÇACORPORATIVA%20BOOZ.pdf> , acesso em 20/12/2006.

BOVESPA (2004). **Custos de abertura de capital e de manutenção da condição de companhia aberta**. Disponível em <http://www.bovespa.com.br/pdf/CustosSA.pdf> , acesso em 15/03/2007.

BOVESPA (2008). **Metodologia completa do IGC**. Disponível em: <http://www.bovespa.com.br/Pdf/Indices/IGC.pdf>, acesso em 05/05/2008.

BREALEY, R. A; MYERS, S. C.; MARCUS, A. J. (2002). **Fundamentos da administração financeira**. Rio de Janeiro: McGraw-Hill Irwin.

CARMO, L. U; SILVEIRA A.D. M. (2006). **Remuneração dos administradores**. Revista Conjuntura Econômica, julho.

CARVALHO, A. G. (2002). **Governança Corporativa no Brasil em perspectiva**. Revista de Administração, São Paulo, v.37, n3, p. 19-32, julho/setembro.

COFFE Jr, J. C. (2003). **What caused Enron?** In: CORNELIUS, P. K.; KOGUT, B. Corporate Governance and Capital Flows in a Global Economy. Oxford University Press, New York.

CORNELIUS, P. K.; KOGUT, B. (2003). **Corporate Governance and Capital Flows in a Global Economy**. Oxford University Press, New York.

COUTINHO, E. S. (2003). **O impacto da Estrutura de Propriedade no Valor de Mercado de empresas brasileiras**. Dissertação de Mestrado da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Minas Gerais. Janeiro.

DAMI, A. B. T. (2006). **Governança Corporativa: estrutura de propriedade, desempenho e valor – uma análise de empresas brasileiras**. Dissertação de Mestrado da Faculdade de Gestão e Negócios da Universidade Federal de Uberlândia. Maio.

DAMODARAM, A. (2002). **A Face Oculta da Avaliação**. São Paulo. Makron Books.

DEUS, F. O. (2006). **Governança Corporativa, internacionalização e off-shore companies: o caso Parmalat**. Dissertação de Mestrado da Universidade Federal de Uberlândia.

DEMSETZ, H.; LEHN, K. (1985). **The structure of corporate ownership: causes and consequences**. *Journal of Political Economy*, v. 93, n. 6.

DYCK, A.; ZINGALES, L. (2003). **The Buble and the Media**. In: CORNELIUS, P. K.; KOGUT, B. *Corporate Governance and Capital Flows in a Global Economy*. Oxford University Press, New York.

DOMINGUES, F. A. (2006). **Governança Corporativa como estratégia de diferenciação no mercado acionário – um estudo de ações negociadas na BOVESPA**. Dissertação de Mestrado da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo.

ESCUDE, S. A. L. (2006). **Governança corporativa e o conselho fiscal como instrumento de geração de valor aos acionistas**. Dissertação de Mestrado da Universidade Católica de Santos.

FAMÁ, R.; BARROS, L.A.B. de; SILVEIRA, A.Di M. (2003). **Estutura de Governança e desempenho financeiro nas companhias abertas brasileiras: um estudo empírico**. *Caderno de Pesquisas em Administração*, São Paulo, v. 10. nº 1, janeiro/março 2003.

GIL, A.C. (2002). **Como elaborar projetos de pesquisas**. 4.ed. São Paulo: Atlas. Cap 4, p. 41-57.

GITMAN, L. J. (2001). **Princípios de administração financeira: essencial**. 2. ed. Porto Alegre: Bookman.

GOULART, A. M. C. (2003). **Evidenciação contábil do risco de mercado por instituições financeiras no Brasil**. Dissertação de mestrado em administração. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

GREENWALD, B.; STIGLITZ, J.E. (1990). **Assimetric information and the new theory of the firm: financial constraints and risk behavior**. Working paper nº 3359. National Bureau of Economy Research. Cambridge, Massachusetts. May.

GUGLER, K; MUELLER, D. C.; YURTOGLU, B. (2003). **The impact of Corporate Governance on investment returns in developing countries.** The Economic Journal, 113. Royal Economic Society.

HART, O. (1995). **Corporate Governance: Some Theory and Implications.** The Economic Journal, v. 105, nº 430. May, 678-689.

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

JENSEN, C. M.; SMITH, J. C. W. (1984). **The Theory of Corporate Finance: a historical overview.** Editors, New York: McGraw-Hill Inc.

LANZANA, A. P. (2004). **Relação entre *Disclosure* e Governança Corporativa das empresas brasileiras.** Dissertação de mestrado em administração. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

LA PORTA, R.; SHLEIFER, A.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; VISHNY, R. (1997). **Legal Determinants of External Finance,** Journal of Finance, nº 52, p. 1131-50.

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

LA PORTA, R.; SHLEIFER, A.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; VISHNY, R. (2000). **Investor protection and corporate governance.** Journal of Financial Economics, v. 58, p. 3-27, October.

LEAL, R. P.; SAITO, R. (2003). **Finanças Corporativas no Brasil.** RAE-eletrônica, v. 2, n. 2, jul-dez.

LEITE, E. S. (2007). **Governança Corporativa e mídia: a construção do mercado financeiro no Brasil.** Dissertação de Mestrado da Universidade Federal de São Carlos.

LODI, J B (2000). **Governança Corporativa – O Governo da Empresa e o Conselho de Administração.** Rio de Janeiro: Campus.

MALLIN, C.A. (2003). **Corporate Governance.** Oxford University Press, 217pp.

MARINO, M. K. (2005). **Implementação de estratégias e governança: estudo de múltiplas firmas de distribuição de defensivos agrícolas no Brasil.** Tese de Doutorado em administração. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

MELLO, G. R. (2006). **Governança corporativa no setor público federal brasileiro.** Dissertação de mestrado em administração. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

NAKAYASU, G. N. (2006). **O impacto do anúncio e da adesão das ações aos níveis diferenciados de governança corporativa no Brasil.** Dissertação de mestrado em

administração. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

NELSON, J. (2004). **Corporate governance practices, CEO characteristics and firm performance**. Journal of Corporate Finance 11. February.

OCDE (2004). **Principles of Corporate Governance: 2004**, disponível em: [www.OCDE.org/document/49/0,2340,en\\_2649\\_34813\\_31530865\\_1\\_1\\_1\\_1,00.html](http://www.OCDE.org/document/49/0,2340,en_2649_34813_31530865_1_1_1_1,00.html), acesso em 26/03/2007

OKIMURA, R. T. (2003). **Estrutura de propriedade, governança corporativa, valor e desempenho das empresas no Brasil**. Dissertação de mestrado em administração. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. Novembro.

PEIXE, F. C. D. (2003). **Novo Mercado: obstáculos e atrativos para as empresas do nível 1 de governança corporativa**. Dissertação de mestrado em administração. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. Julho.

PEDREIRA, E. B. (2005). **Análise da relação entre o índice de Governança Corporativa, preço das ações e desempenho dos três principais bancos privados brasileiros**. Dissertação de Mestrado da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo.

PINHO, M. M. L. (2006). **Governança Corporativa como instrumento para redução do risco financeiro nos fundos de pensão**. Dissertação de Mestrado da Universidade Católica de Santos.

PUNSUVO, F. R. (2006). **Qualidade da governança corporativa e participação societária dos fundos de pensão nas empresas de capital aberto brasileiras**. Dissertação de Mestrado da Universidade Presbiteriana Mackenzie.

RABELO, S. S T (2007). **Performance das melhores práticas de Governança Corporativa no Brasil: um estudo de carteiras**. Dissertação de Mestrado da Universidade Federal de Uberlândia.

RAPPAPORT, A. (2008). **10 maneiras de gerar valor para o acionista**. Disponível em: [http://ultimosegundo.ig.com.br/harvard/2007/04/13/10\\_maneiras\\_de\\_gerar\\_valor\\_para\\_o\\_acionista\\_751041.html](http://ultimosegundo.ig.com.br/harvard/2007/04/13/10_maneiras_de_gerar_valor_para_o_acionista_751041.html), acesso 20/05/08.

ROSS, S. A., WESTERFIELD, R. W.; JAFFE J. F.(1995). **Administração Financeira - Corporate Finance**. São Paulo: Editora Atlas S/A.

STAPLETON, R. C.; SUBRAHMANYAM, M. G. (1976). **Market Imperfections, Capital Market Equilibrium and Corporate Finance**. The Journal of Finance, Vol.32, Atlantic City, New Jersey.

SANTOS, E. J. (2006). **Governança Corporativa e políticas públicas: uma análise da reforma à Lei 6.404/76 sob a ótica da proteção aos acionistas minoritários.** Dissertação de Mestrado da Universidade Federal de Uberlândia.

SANTOS, E. L. (2007). **Capital de risco no Brasil: uma análise dos fundos de investimentos em participações em estrutura com governança.** Dissertação de Mestrado da Universidade Federal Fluminense.

SANTOS, L. R. (2004). **A Governança Empresarial e a emergência de um novo modelo de controladoria.** Dissertação de Mestrado da Universidade de São Paulo.

SHLEIFER, A, VISHNY, R.W. (1997). **A Survey of Corporate Governance.** Journal of Finance, v.52, n.2, p. 737-783. June.

SIFFERT FILHO, N. (2005). **Governança Corporativa: Padrões Internacionais e Evidências Empíricas no Brasil nos Anos 90.** Revista do BNDES, Rio de Janeiro, p. 1-23, Junho.

SILVA, P. R. (2006). **Governança Corporativa, mercado de capitais e crescimento econômico no Brasil.** Dissertação de Mestrado da Universidade Federal de Uberlândia. Fevereiro.

SILVEIRA, A. D. M. (2002). **Governança Corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil.** Dissertação de Mestrado da Universidade de São Paulo.

SILVEIRA, A. D. M. (2004). **Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil.** Tese de Doutorado da Universidade de São Paulo. Novembro.

SIRQUEIRA, A. B. (2007). **Governança Corporativa e otimização de portfólios: a relação entre risco e retorno das boas práticas de governança.** Dissertação de Mestrado da universidade de São Paulo.

SIRQUEIRA, A. B; KALATZIS, A. E. G. (2007). **Boas Práticas de Governança Corporativa e Otimização de Portfólio: Uma Análise Comparativa.** Artigos aprovados ANPEC. Disponível em [http://www.anpec.org.br/revista/aprovados/Boas\\_praticas.pdf](http://www.anpec.org.br/revista/aprovados/Boas_praticas.pdf), acesso em maio de 2008.

SOARES, C. R. P. (2003). **O impacto da governança corporativa sobre o comportamento do preço de ações no Brasil: o caso do papel e celulose, 2000 a 2003.** Dissertação de Mestrado da Universidade de São Paulo. Dezembro.

STIGLITZ, J.; BRUCE, C. (1990). **Asymmetric information and the New Theory of the Firm: Financial Constraints and Risk Behavior.** The American Economic Review, v. 80, n° 2, 160-165, May.

TAVARES FILHO, F. (2006). **Rentabilidade e valor das companhias no Brasil: uma análise comparativa das empresas que aderiram aos níveis de Governança Corporativa da BOVESPA.** Dissertação de Mestrado da Universidade de São Paulo.



TIROLE, J. (2001). **Corporate Governance**. *Econometrica*, Vol.69, nº 1, p 1-35, January.

VEIGA, L. R. (2006). **A Controladoria como um estudo um mecanismo interno de Governança Corporativa: um estudo envolvendo empresas de países relacionados aos modelos de Governança Corporativa Anglo-Saxão, Alemão e Latino-Europeu**. Dissertação de Mestrado da Universidade do Vale do Rio dos Sinos.

WILLIAMSON, O.E. (1988). **Corporate Finance and Corporate Governance**. *The Journal of Finance*, v. 43, nº 3, Papers and Proceedings of the Forty-Seventh Annual Meeting of the American Finance Association, Chicago, Illinois, Jul., 567-591.

ZHANG, I. X. (2005). **Economic Consequences of the Sarbanes-Oxley Act of 2002**. William E. Simon Graduate School of Business Administration, University of Rochester, February.

## **ANEXOS**

I - Síntese dos Princípios de Governança Corporativa da OCDE – 2004

II - Índices comparativos da abordagem legal (Tabela 21 e 22)

III - Número de *take-overs* por países e regiões, nos anos 90 (Tabela 23)

IV - Etapas para a formação do Custo de Abertura de Capital

V - Características das empresas para a formação do Custo de Abertura

## ANEXO I

### **Síntese dos Princípios de Governança Corporativa da OCDE – 2004**

O primeiro princípio assegura a base para um enquadramento eficaz da Governança Corporativa promovendo mercados transparentes e eficientes, deve estar em conformidade com o princípio do direito primário e articular claramente a divisão de responsabilidades entre diferentes autoridades de supervisão, autoridades reguladoras e autoridades dedicadas à aplicação das leis.

O segundo princípio protege e facilita os direitos dos acionistas, ou seja, assegura os métodos seguros de registro de titularidade, transmite ou transfere ações, informações relevantes sobre a sociedade (alteração dos estatutos, do contrato de sociedade ou de documentos similares que regulem a empresa; autorização para a emissão de novas ações; transações de caráter extraordinário, e outros), assegura a participação e o voto nas assembléias gerais de acionistas; assegura a participação para eleger e destituir os membros do conselho de administração e garante a participação nos lucros da sociedade.

O terceiro princípio assegura o tratamento equitativo dos acionistas, incluindo acionistas minoritários e acionistas estrangeiros, garante a oportunidade de obter reparação efetiva se ocorrer violação dos seus direitos. Os acionistas minoritários devem ser protegidos contra ações abusivas executadas direta ou indiretamente por, ou no interesse de acionistas majoritários, ou abusos de informações privilegiadas, dispondo de meios efetivos de obter reparação.

O quarto princípio assegura os direitos legalmente consagrados, ou estabelecidos através de acordos mútuos, de outros sujeitos com interesses relevantes na empresa e deve encorajar uma cooperação ativa entre as corporações e esses sujeitos na

maximização da riqueza, do emprego e na manutenção sustentada de empresas financeiramente saudáveis.

O quinto princípio assegura a divulgação de todas as informações relevantes relativas à corporação. Os deveres de divulgação devem abranger, por exemplo, a divulgação de informações relevantes sobre: 1. Resultados financeiros e operacionais da empresa; 2. Objetivos da empresa; 3. Participações sociais relevantes e direitos de voto; 4. Política de remuneração dos membros do conselho de administração e principais executivos, informações sobre os membros do conselho de administração, incluindo as suas qualificações, processo de seleção, outros cargos de direção da empresa e esclarecimentos sobre se o conselho de administração os considera independentes; 5. Transações com partes relacionadas; 6. Fatores de risco previsíveis; 7. Assuntos relacionados com os trabalhadores e outros sujeitos com interesses relevantes e 8. Estruturas e políticas de governo, em especial o conteúdo de qualquer código ou política de Governança Corporativa e o processo para a sua implementação. As informações devem ser preparadas e divulgadas em conformidade com normas contábeis e deve ser realizada uma auditoria anual por um auditor independente, competente e qualificado.

O sexto e último princípio assegura a gestão estratégica da empresa, um acompanhamento e fiscalização eficazes da gestão pelo conselho de administração e a responsabilização do mesmo perante a empresa e seus acionistas. Os membros do órgão de administração devem agir com base em informações completas, de boa fé, com a devida diligência e cuidado, e no melhor interesse da empresa e dos seus acionistas, devem aplicar padrões éticos.

## ANEXO II

### Índices comparativos da abordagem legal

Tabela 23 - Índice de proteção a minoritários – La Porta (1999)

País	Procuração pelo Correio	Ações Bloqueadas antes de assembleias	Representação proporcional	Minoria Oprimida	Direitos à subscrever novas emissões	% do Capital necessária para pedir uma assembleia extraordinária	Nota
África do Sul	1	1	0	1	1	5	5
Canadá	1	1	1	1	0	5	5
Chile	0	1	1	1	1	10	5
Estados Unidos	1	1	1	1	0	10	5
Hong Kong	1	1	0	1	1	10	5
Índia	0	1	1	1	1	10	5
Paquistão	0	1	1	1	1	10	5
Reino Unido	1	1	0	1	1	10	5
Argentina	0	0	1	1	1	5	4
Austrália	1	1	0	1	0	5	4
Cingapura	0	1	0	1	1	10	4
Espanha	0	0	1	1	1	5	4
Irlanda	0	1	0	1	1	10	4
Japão	0	1	1	1	0	3	4
Malásia	0	1	0	1	1	10	4
Noruega	1	1	0	0	1	10	4
Nova Zelândia	1	1	0	1	0	5	4
Brasil	0	1	0	1	0	5	3
Colômbia	0	1	1	0	1	25	3
Filipinas	0	1	1	1	0	aberto	3
Finlândia	0	1	0	0	1	10	3
Israel	0	1	0	1	0	10	3
Nigéria	0	1	0	1	0	10	3
Peru	0	1	1	0	1	20	3
Portugal	0	1	0	0	1	5	3
Quênia	0	1	0	1	0	10	3
Sri Lanka	0	1	0	1	0	10	3
Suécia	0	1	0	0	1	10	3
Taiwan	0	0	1	1	0	3	3
Zimbabuê	0	1	0	1	0	5	3
Austria	0	0	0	0	1	5	2
Coréia do Sul	0	0	0	1	0	5	2
Dinamarca	0	1	0	0	0	10	2
Egito	0	1	0	0	0	10	2
Equador	0	1	0	0	1	25	2
Grécia	0	0	0	0	1	5	2
Holanda	0	0	0	0	1	10	2
Indonésia	0	1	0	0	0	10	2
Suíça	0	0	0	0	1	10	2
Tailândia	0	1	1	0	0	20	2
Turquia	0	1	0	0	0	10	2
Uruguai	0	0	0	1	1	20	2
Alemanha	0	0	0	0	0	5	1
Itália	0	0	0	0	1	20	1
Jordânia	0	1	0	0	0	25	1
México	0	0	0	0	1	33	1
Venezuela	0	1	0	0	0	20	1
Bélgica	0	0	0	0	0	20	0

Fonte: La Porta & Lopez-de-Silanes & Shleifer (1999)

## ANEXO II

### Índices comparativos da abordagem legal

Tabela 24 - Índice de proteção aos credores – La Porta (1999)

País	Cerceamento do direito à firma reter ativos quando em concordatas	Senioridade dos Credoressegura dos em caso de falência	Restrições para entrar em concordata	Interventor em caso de concordata	Nota
Cingapura	1	1	1	1	4
Egito	1	1	1	1	4
Equador	1	1	1	1	4
Hong Kong	1	1	1	1	4
Índia	1	1	1	1	4
Indonésia	1	1	1	1	4
Israel	1	1	1	1	4
Malásia	1	1	1	1	4
Nigéria	1	1	1	1	4
Paquistão	1	1	1	1	4
Quênia	1	1	1	1	4
Reino Unido	1	1	1	1	4
Zimbábue	1	1	1	1	4
África do Sul	0	1	1	1	3
Alemanha	1	1	1	0	3
Austria	1	1	1	0	3
Coreia do Sul	1	1	0	1	3
Dinamarca	1	1	1	0	3
Nova Zelândia	1	0	1	1	3
Sri Lanka	1	0	1	1	3
Tailândia	1	1	0	1	3
Bélgica	1	1	0	0	2
Chile	0	1	1	0	2
Espanha	1	1	0	0	2
Holanda	0	1	1	0	2
Itália	0	1	1	0	2
Japão	0	1	0	1	2
Noruega	0	1	1	0	2
Suécia	0	1	1	0	2
Taiwan	1	1	0	0	2
Turquia	0	1	1	0	2
Uruguai	0	1	0	1	2
Argentina	0	1	0	0	1
Austrália	0	1	0	0	1
Brasil	0	0	1	0	1
Canadá	0	1	0	0	1
Estados Unidos	0	1	0	0	1
Finlândia	0	1	0	0	1
Grécia	0	0	0	1	1
Irlanda	0	1	0	0	1
Portugal	0	1	0	0	1
Suíça	0	1	0	0	1
Colômbia	0	0	0	0	0
Filipinas	0	0	0	0	0
Colômbia	0	0	0	0	0
Filipinas	0	0	0	0	0
França	0	0	0	0	0
México	0	0	0	0	0
Peru	0	0	0	0	0

Fonte: La Porta & Lopez-de-Silanes & Shleifer (1999)

### **ANEXO III**

Tabela 25 - Número de take-overs por países e regiões na década de 1990

Anos	Efetivamente praticados				
	Austrália	Canadá	Estados Unidos	União Européia	Outros países
1990	69	193	834	597	188
1991	107	269	790	817	363
1992	46	194	746	824	296
1993	100	215	789	803	456
1994	124	224	1.015	816	614
1995	162	296	1.106	806	753
1996	142	277	1.115	676	745
1997	107	258	1.150	574	726
1998	103	231	1.203	653	893
1999	100	289	1.236	801	1.180
Anunciados e contestados					
1990	2	0	12	24	5
1991	8	1	7	34	2
1992	10	2	7	20	4
1993	10	1	11	15	5
1994	8	11	33	11	4
1995	18	19	59	22	7
1996	22	8	45	20	11
1997	12	17	27	23	5
1998	12	14	19	14	5
1999	15	6	19	42	6

Fonte: TFSD - Thomson Financial Services Data. In: BECHT, M.; BOLTON, P.; ROELLI, A. *Corp governance and control. National Bureau of Economic Research*. NBER Working Paper Series, Cambridge, MA, Dec. 2002. In: ANDRADE, A.; ROSSETTI, J. P.; *Governança corporativa: fundas desenvolvimento e tendências*. 3 ed. São paulo: Atlas, 2007.

## ANEXO IV

### **Etapas para a formação do Custo de Abertura de Capital**

- Contratação de auditoria externa independente;
- Contratação de um intermediário financeiro para coordenar o processo (coordenador-líder ou *underwriter*). Esse intermediário é responsável, entre outros itens, pela: modelagem da operação (avaliação da viabilidade da distribuição), solicitação do registro de distribuição devidamente instruído, formação do consórcio de distribuição, realização da diligência (*due diligence*) sobre as informações da emissora que serão utilizadas na elaboração do prospecto de emissão, coordenação dos procedimentos de registro na CVM, estruturação e determinação do período adequado (*timing*) da oferta, processo de formação de preço, organização das apresentações ao mercado (*road show*) e concepção do plano de distribuição da emissão;
- Contratação de escritório de advocacia para adaptação de estatutos e outros documentos legais;
- Convocação de Assembléia Geral Extraordinária (AGE), publicação da Ata da AGE e do Aviso ao Mercado;
- Obtenção de registro de companhia aberta na CVM para negociação dos valores mobiliários de sua emissão em bolsa de valores ou em mercado de balcão organizado;
- Obtenção de registro da companhia em bolsa de valores ou em mercado de balcão organizado.
- Obtenção do registro de emissão pública de ações na CVM;
- Elaboração do prospecto de emissão;
- Apresentações aos potenciais investidores (*road show*);



- Recebimento de pedidos de reserva de ações pelos investidores;
- Publicação de anúncio de início de distribuição, que formaliza a efetiva colocação de ações junto aos investidores;
- Colocação dos títulos junto aos investidores e posterior liquidação financeira;
- Publicação de anúncio de encerramento de distribuição.

## ANEXO V

### **Características das empresas para a formação do Custo de Abertura**

- Porte da companhia: foi atribuída pela BOVESPA, para esta pesquisa, a classificação de companhia de pequeno, médio e grande porte, conforme a receita operacional líquida anual, respectivamente, de até R\$200 milhões, entre R\$ 201 e R\$ 500 milhões e acima de R\$ 500 milhões.
- Localização da sede da companhia: assumiu-se que seja no Estado de São Paulo, cujo principal impacto reside num custo mais elevado de publicações, diante da necessidade da utilização do Diário Oficial do Estado de São Paulo.
- Auditoria independente: foram utilizados os preços médios dos intervalos constantes do estudo para a auditoria das demonstrações financeiras anuais e trimestrais que as companhias abertas devem elaborar. Da mesma forma, embora não obrigatória, foram computados os custos com a adoção de contabilidade em padrão internacional (*US GAAP* ou *IFRS*), como um dos requisitos dos segmentos especiais de governança corporativa da BOVESPA denominados Novo Mercado e Nível 2.
- Publicações: utilizou-se o preço de tabela para publicação no Diário Oficial do Estado de São Paulo e o preço médio praticado pelos principais jornais de grande circulação (caderno regional), considerando-se a obtenção de um desconto, usualmente praticado, de 40% em relação às respectivas tabelas. No caso de publicações de atos societários, estimou-se, para as empresas de pequeno porte, a ocorrência de apenas uma assembléia geral, a necessidade de publicação de um aviso ao mercado e de dois fatos relevantes. Foi estimado o dobro de ocorrências para as empresas de médio porte e o triplo para as de grande porte. Na publicação das demonstrações financeiras de companhias de

pequeno porte considerou-se a utilização de duas páginas no Diário Oficial e de uma página nos jornais de grande circulação; o dobro da necessidade para companhias de médio porte e o triplo para companhias de grande porte.

- Área de Relações com Investidores: embora não seja um custo decorrente de regulamentação (ou seja, não se trata de um custo obrigatório), à exceção do Diretor de Relações com o Mercado o qual normalmente acumula esta função como titular de outra diretoria, optou-se neste trabalho por estimá-lo, uma vez que essa área é o canal de comunicação entre a empresa e os investidores/analistas. Diante da necessidade de uma postura próativa, recomenda-se a existência de um profissional dedicado exclusivamente ao atendimento aos investidores. No caso de empresas de pequeno porte, foi considerado um profissional especializado, com salário anual mais encargos totalizando R\$ 136.500,00 (salário mensal de R\$ 7.000,00 mais encargos de 50%). O referido valor foi duplicado para as empresas de médio porte e triplicado para as empresas de grande porte.
- Apresentação para o mercado (incluindo material): no caso de empresas de pequeno porte, foi considerada a realização de uma reunião com analistas à semelhança das realizadas por intermédio da APIMEC (Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais), com distribuição de material informativo e seguida de um coquetel. No caso de empresas de médio porte, além dessa reunião, foi considerada uma apresentação adicional em outro Estado, com distribuição de material informativo, durante um café-da-manhã. No caso de empresas de grande porte, foram consideradas as apresentações anteriores e duas apresentações adicionais no exterior.

- Anuidades da BOVESPA: os valores apresentados representam as médias das anuidades de 2004 (números arredondados).
- Taxa de fiscalização da CVM: a tabela da CVM para a taxa de fiscalização é função do patrimônio líquido da companhia aberta. O custo anual é de R\$ 13,3 mil para companhias com patrimônio líquido superior a R\$ 41,4 milhões. Serviço de escrituração de ações: foi utilizada a proporção 1:2:3, respectivamente, para as empresas de pequeno, médio e grande porte.
- Diversos: inclui brindes e materiais diversos; aqui, novamente, foi utilizada a proporção 1:2:3, respectivamente, para as empresas de pequeno, médio e grande porte.