

Universidade Presbiteriana Mackenzie
Faculdade de Ciências Econômicas, Contábeis e Administrativas
Programa de Pós-graduação em Administração de Empresas

**Qualidade da governança corporativa e participação societária
dos fundos de pensão nas empresas de capital aberto brasileiras**

Fábio Riberi Punsuvo

São Paulo
2006

Fábio Riberi Punsuvo

Qualidade da Governança Corporativa e participação societária dos Fundos de Pensão nas empresas de capital aberto brasileiras

Dissertação apresentada ao Programa de Pós Graduação em Administração de Empresa da Universidade Presbiteriana Mackenzie para a obtenção do título de Mestre em Administração de Empresa.

Orientador: Prof. Dr. Eduardo Kazuo Kayo

**São Paulo
2006**

**Reitor da Universidade Presbiteriana Mackenzie
Professor Dr. Manassés Claudino Fonteles**

**Coordenadora Geral da Pós-Graduação
Professora Dra. Sandra Maria Dotto Stump**

**Diretor da Faculdade de Ciências Econômicas, Contábeis e Administrativas
Professor Dr. Reynaldo Cavalheiro Marcondes**

**Coordenadora do Programa de Pós-Graduação em Administração de
Empresas
Professora Dra. Eliane Pereira Zamith Brito**

Agradecimentos

Muitas foram as contribuições recebidas ao longo do desenvolvimento da presente dissertação.

Ao meu orientador, Prof. Dr. Eduardo Kazuo Kayo, agradeço pela amizade e pelo exemplo de dedicação ao estudo acadêmico. Agradeço pelo grande apoio que recebi, especialmente pela disponibilidade para orientação, pelo incentivo ao aprofundamento da pesquisa, pelas críticas, observações e revisões, as quais contribuíram significativamente para o aperfeiçoamento de todo o conteúdo.

Agradeço em especial o Prof. Dr. Alexandre Di Miceli da Silveira, membro da banca de qualificação, por todas as críticas apresentadas. Agradeço as sugestões focando o aprimoramento do questionário para a construção do índice de governança corporativa e pela atenção recebida nas diversas reuniões de trabalho que realizamos.

Agradeço o Prof. Dr. Rubens Famá, membro da banca, pelos apontamentos, críticas e sugestões apresentadas, as quais contribuíram para o desenvolvimento do trabalho.

Agradeço o Prof. Dr. Lucas Ayres Barros, membro da banca, pela colaboração, atenção, sugestões apresentadas e pela atenção dedicada em todos os encontros que realizamos.

Ao Dr. Ricardo Pena Pinheiro, Diretor de Assuntos Econômicos da Secretaria de Previdência Complementar, agradeço pela amizade, confiança e pelos dados disponibilizados para a realização da pesquisa. Estendo os meus agradecimentos ao Dr. Adacir Reis, Secretário de Previdência Complementar e a todos os profissionais que contribuíram direta ou indiretamente para o fornecimento dos dados.

Aos amigos Paulo Leite Julião e José Luis Lopez Veiga, Diretor Financeiro e Gerente Financeiro do Economus Instituto de Seguridade Social, respectivamente, agradeço

pela amizade, confiança e por todo o apoio recebido ao longo do desenvolvimento da dissertação, em especial pela disponibilização dos dados das empresas de capital aberto.

Aos amigos Nivaldo Cyrillo, Diretor Superintendente do Economus Instituto de Seguridade Social, Devanir da Silva, Superintendente Geral da Abrapp, Everaldo Guedes de Azevedo França, Sócio da PPS – Portfólio Performance, Carlos Frederico Aires Duque, Diretor Superintendente do Infraprev, Fernando Lovisotto, Sócio da Rocca, Prandini & Rabbat Financial Services, agradeço pelo incentivo e apoio recebido.

Agradeço aos amigos da Icatu Hartford pelo incentivo e apoio recebido.

À Prof. Dra. Eliane Pereira Zamith Brito, Prof. Dr. Leonardo Fernando Cruz Basso, Prof. Dr. Wilson Toshiro Nakamura e demais professores do mestrado acadêmico em administração de empresas, meus sinceros agradecimentos por todos os momentos de convivência e aprendizado.

Aos meus colegas de classe, agradeço pela amizade, ajuda e convívio ao longo do curso de mestrado.

A minha amiga Heloísa, agradeço pelo apoio e colaboração na revisão da diagramação do trabalho.

Agradeço ao Mackpesquisa pela contribuição financeira recebida ao longo do desenvolvimento do trabalho.

Por fim, agradeço a minha família por todo o incentivo recebido, pela paciência e colaboração.

Resumo

A Governança Corporativa está normalmente relacionada com os esforços empreendidos pela organização, no sentido de buscar o monitoramento dos potenciais conflitos de interesse entre os acionistas majoritários, minoritários e gestores, através do estabelecimento de regras de condução e comportamento. Este trabalho se insere em um grupo de estudos que pretende revisar a teoria produzida sobre a governança corporativa e como essa teoria é compreendida pelos fundos de pensão brasileiros. O trabalho está organizado em 5 capítulos. O primeiro capítulo é introdutório, revelando em primeiro plano o problema de pesquisa e as justificativas que motivaram o autor no desenvolvimento do tema. No capítulo 2 é apresentado o referencial teórico que é utilizado como base para o desenvolvimento da pesquisa, abrangendo a teoria da agência e os mecanismos disponíveis para a promoção do melhor alinhamento de interesses. Apresenta os incentivos legais e institucionais (auto regulação) para a Governança Corporativa. São identificadas as principais modificações na lei das sociedades anônimas e os impactos na governança corporativa. É avaliado o ambiente regulatório das entidades fechadas de previdência complementar (fundos de pensão), evidenciando que existe um grande incentivo promovido pela Secretaria de Previdência Complementar para que os fundos de pensão adotem boas práticas de governança corporativa. O capítulo 3 apresenta a metodologia da pesquisa. As variáveis determinantes da governança corporativa, previamente selecionadas com base na pesquisa acadêmica, são relacionadas, fundamentadas e definidas operacionalmente. O capítulo 4 é dedicado a apresentação e interpretação dos resultados da pesquisa. É utilizado um conjunto de 34 regressões para avaliar a influência de diversas variáveis independentes na qualidade da governança corporativa das empresas de capital aberto. Posteriormente um novo conjunto de 18 modelos de regressões são processados, a fim de avaliar a influência das mesmas variáveis independentes na influência da participação acionária dos fundos de pensão. A relação

negativa entre a variável que mede a qualidade da governança corporativa e a participação acionária dos fundos de pensão levanta uma questão importante. Uma parte da literatura sobre governança sugere que o ativismo dos fundos de pensão poderia levar as empresas a melhorar seus mecanismos de governança. Entretanto, num mercado em que as participações acionárias são tão concentradas, como no Brasil, parece ser razoável a idéia de que uma governança corporativa de qualidade possa ser substituída por uma maior participação acionária dos fundos de pensão. O excesso de ações ordinárias detidas pelo acionista está inversamente relacionado com a qualidade da governança corporativa. A participação acionária dos fundos de pensão, a adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa da BOVESPA e a emissão de ADRs foram as variáveis que diferenciaram a qualidade da governança corporativa das empresas que participaram da pesquisa. A utilização de novos parâmetros de comparação pelos fundos de pensão – como o IGC e o ITAG – poderão contribuir na difusão da governança corporativa. Para que a governança corporativa seja exercida de forma mais efetiva pelos investidores institucionais, é necessário ocorrer uma mudança no processo de investimento dessas entidades. O referencial teórico revela que a governança corporativa requer o entendimento dos potenciais conflitos que podem ocorrer entre minoritários e majoritários. A delegação da gestão a terceiros requer a inclusão de mecanismos de incentivo. A finalidade é motivar o gestor de recursos a tomar as decisões de investimento que melhor atendam os interesses dos fundos de pensão. A governança corporativa pode auxiliar os investidores institucionais a zelar pelo dever fiduciário de proteger o plano de benefícios e os seus participantes. Espera-se que os resultados apresentados contribuam para um melhor entendimento das políticas de investimentos dos fundos de pensão, bem como dos esforços que as empresas devem empreender para atrair os recursos dos fundos de pensão bem como de outros potenciais investidores institucionais.

Palavras-chaves: governança corporativa, índice de governança, teoria de agência, ativismo.

Abstract

The corporate governance normally is related with the efforts undertaken for the organization, in the direction to search the monitoring of the potential conflicts of interest between the majority, minority and managing shareholders, through the establishment of rules of conduction and behavior. This work if inserts in a group of studies that it intends to revise the theory produced on the corporate governance and as this theory is understood by Brazilian pension funds. The work is organized in 5 chapters. The first chapter is introductory, disclosing in first plan the problem of research and the justifications that had motivated the author in the development of the subject matter. In chapter 2 the theoretical concerning is presented that is used as base for the development of the research, enclosing the available theory of the agency and mechanisms for the promotion of optimum alignment of interests. It presents the legal and institucional incentives (auto regulation) for the corporate governance. The law of the anonymous societies and the impacts in the corporate governance are identified to the main modifications in. The regulatory environment of the closed entities of complementary providence is evaluated (pension fund), evidencing that a great incentive promoted for the Secretariat of Complementary Providence exists so that the pension funds adopt good practical of corporate governance. Chapter 3 presents the methodology of the research. The determinative variable of the corporate governance, previously selected on the basis of the research academic, are related, based and defined operationally. Chapter 4 is dedicated the presentation and interpretation of the results of the research. A set of 34 regressions is used to evaluate the influence of diverse independent variable in the quality of the corporate governance of the companies of open capital. Later a new set of 18 models of regressions is processings, in order to evaluate the influence of the same independent variable in the influence of the stockhoding of the pension funds. The negative relation between the variable that measures the quality of the corporate governance and the stockhoding of the

pension funds raises an important question. One has left of literature on governança suggests that the activism of the pension funds could take the companies to improve its mechanisms of governance. However, in a market where the stockholdings so are concentrated, as in Brazil, it seems to be reasonable the idea of that a corporate governance of quality can be substituted by a bigger stockholding of the pension funds. The excess of common shares withheld by the shareholder inversely is related with the quality of the corporate governance. The stockholding of the pension funds, the adhesion to the differentiated levels of corporate governance of the BOVESPA and the emission of ADRs had been the variable that had differentiated the quality of the corporate governance of the companies who had participated of the research. The use of new parameters of comparison for the pension funds - as the IGC and the ITAG - will be able to contribute in the diffusion of the corporate governance. The theoretical referencial discloses that the corporate governance requires the agreement of the potential conflicts that can occur between minority and majority. The delegation of the management third requires the inclusion of incentive mechanisms. The purpose is to motivate the manager of resources to take the investment decisions that better take care of the interests of the pension funds. The corporate governance can assist the institucional investors to watch over for the duty trustee to protect the plan of benefits and its participants. One expects that the presented results contribute for one better agreement of the politics of investments of the pension funds, as well as of the efforts that the companies must undertake to attract the resources of the pension funds as well as of other institucional investing potentials.

Key Words: corporate governance, index of governance, theory of agency, activism.

Banca Examinadora

Orientador: Prof. Dr. Eduardo Kazuo Kayo

Examinador Interno: Prof. Dr. Lucas Ayres Barreira de Campos Barros

Examinador Externo: Prof. Dr. Rubens Famá

Sumário

1.1. Contribuição Pretendida	11
1.2. Justificativa	11
1.3. Apresentação do problema da pesquisa	12
1.4. Objetivos da pesquisa	14
1.5. Delimitações do trabalho	15
2. Referencial teórico	17
2.1. Governança corporativa	17
2.1.1. Teoria da Agência	17
2.1.2. Definição de governança corporativa	24
2.1.3. Mecanismos externos e internos de governança corporativa	27
2.1.4. Governança corporativa: principais modelos	35
2.1.5. Organismos internacionais para a promoção da governança corporativa	40
2.1.6. Governança corporativa no Brasil	44
2.2. Governança corporativa: evidências empíricas	64
2.2.1. Evidências empíricas sobre a governança corporativa e valor da empresa	64
2.2.2. Evidências empíricas sobre o grau de proteção do investidor e valor da empresa	65
2.3. O papel dos investidores institucionais	68
2.3.1. Governança corporativa e o ativismo dos investidores	69
3. Metodologia da pesquisa	79
3.1. Problema de pesquisa, objetivo e hipóteses	79
3.2. Definição operacional das variáveis	84
3.2.1. Participação societária dos fundos de pensão nas empresas de capital aberto brasileiras	84
3.2.2. Qualidade da governança corporativa	85
3.2.3. Oportunidades futuras de crescimento	86
3.2.4. Natureza da operação	87
3.2.5. Tamanho da empresa	87
3.2.6. Emissão de ADRs	87
3.2.7. Adesão aos níveis de governança corporativa da BOVESPA	87
3.2.8. Estrutura de propriedade e controle	88
3.2.9. Desempenho	88
3.2.10. Indústria	89
3.2.11. Identidade do acionista controlador	89
3.2.12. Índice de payout	89
3.2.13. Participação da empresa no IBOVESPA	90
3.2.14. Participação da empresa no IBX	90
3.3. População, amostragem e coleta de dados	90
3.4. Limitações da pesquisa	96
4. Resultados da pesquisa	100
4.1. Estatísticas descritivas	100
4.2. Análise das regressões	116
4.2.1. Matriz de correlação	116
4.2.2. Análise das regressões utilizando IGOV como variável dependente	119
4.2.3. Análise das regressões utilizando PART como variável dependente	149
4.2.4. Análise das regressões utilizando IGOV como variável dependente e PART como valor investido	152
4.2.5. Análise das regressões utilizando PART como variável dependente e considerando o valor investido	156

4.2.6. Resumo dos resultados das regressões	159
5. Conclusão	163
6. Referências	166

Lista de Figuras

I - Figuras

Figura 1: Distribuição de freqüência do Índice de Governança Corporativa	100
Figura 2: Distribuição de freqüência do Direito de Controle	105
Figura 3: Distribuição de freqüência do Direito sobre o fluxo de caixa.....	106
Figura 4: Distribuição de freqüência da diferença entre o Direito de Controle e o Direito sobre o fluxo de caixa	106
Figura 5: Distribuição de freqüência da medida de desempenho Q	108
Figura 6: Distribuição de freqüência da medida de desempenho VF	108
Figura 7: Distribuição de freqüência da medida de desempenho LOPAT	108
Figura 8: Distribuição de freqüência da medida de desempenho LOAT	109
Figura 9: Distribuição de freqüência da medida de desempenho LAJIRDA	109
Figura 10: Distribuição de freqüência da variável de controle CREC	111
Figura 11: Distribuição de freqüência da variável de controle TANG	111
Figura 12: Distribuição de freqüência da variável de controle ADR	112
Figura 13: Distribuição de freqüência da variável de controle BOV	112
Figura 14: Distribuição de freqüência da variável de controle PAYOUT	112
Figura 15: Distribuição de freqüência da variável de PART.....	114
Figura 16: Distribuição de freqüência da variável de PIBO.....	114
Figura 17: Distribuição de freqüência da variável de PIBX.....	115

Lista de Quadros

II - Quadros

Quadro 1: Forças de controle dos conflitos e dos custos de agência e das assimetrias de direitos e poderes	28
Quadro 2: Variáveis determinantes dos modelos de governança corporativa.....	40
Quadro 3 Princípios de governança corporativa da OCDE.....	43
Quadro 4: Variáveis-chaves utilizadas em estudos de governança corporativa e características relevantes, em função do estágio de desenvolvimento.....	48
Quadro 5: Características dos níveis diferenciados de governança corporativa – Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado	54
Quadro 6: Características do Bovespa Mais.....	55
Quadro 7: Princípios para regulação do sistema de previdência complementar fechado	59
Quadro 8: Conteúdo mínimo das políticas de investimento dos fundos de pensão	60
Quadro 9: Responsabilidades dos administradores das entidades fechadas de previdência complementar	61
Quadro 10: Limites de investimento das entidades fechadas de previdência complementar no segmento de renda variável, considerando o nível de governança corporativa das ações.....	62
Quadro 11: Possíveis determinantes da governança corporativa	82
Quadro 12: Composição da carteira de renda variável das entidades fechadas de previdência complementar	85
Quadro 13: Questões para elaboração do Índice de Governança Corporativa	86
Quadro 14: Relação das variáveis utilizadas no estudo, respectivas descrições e fonte de coleta das informações.....	94

Lista de Tabelas

III - Tabelas

Tabela 1: Evolução dos principais índices de referência do mercado de ações brasileiro	57
Tabela 2: Relação das empresas que compõem a amostra	92
Tabela 3: Resumo das entidades fechadas de previdência complementar que participaram da pesquisa.	98
Tabela 4: Estatística descritiva do Índice de Governança Corporativa - IGOV.....	101
Tabela 5: Estatística descritiva do Índice de Governança Corporativa – IGOV na pesquisa desenvolvida por Silveira (2004).....	101
Tabela 6: Quadro comparativo da evolução de respostas positivas para a construção do Índice de Governança Corporativa – IGOV, observada na pesquisa desenvolvida por Silveira (2004) e no presente trabalho.	102
Tabela 7: Estatística descritiva do Direito de Controle (CON), do Direito de Propriedade (PROP) e da Disparidade entre os Direitos (DIF).	106
Tabela 8: Estatística descritiva das variáveis de desempenho Q, VF, LOPAT, LOAT e LAJIRDA.....	109
Tabela 9: Estatística descritiva das variáveis de controle CREC, TANG, ADR, BOV e PAYOUT	113
Tabela 10: Estatística descritiva das variáveis PART, PIBO e PIBX	115
Tabela 11: Matriz de correlação das variáveis utilizadas na pesquisa	118
Tabela 12: Regressão – Modelo 1 e 2.....	121
Tabela 13: Regressão – modelo 3, 4 e 5	125
Tabela 14: Regressão – modelo 6, 7 e 8	130
Tabela 15: Regressão – modelo 9, 10 e 11	134
Tabela 16: Regressão – modelo 12, 13 e 14.....	137
Tabela 17: Regressão – modelo 15, 16, 17 e 18.....	140
Tabela 18: Regressão – Modelo 19, 20, 21,22, 23, 24, 25, 26 e 27.....	145
Tabela 19: Regressão – Modelo 28, 29, 30, 31, 32, 33 e 34.....	146
Tabela 20 - Regressão – Modelo 35, 36, 37, 38, 39, 40, 41, 42 e 43	150
Tabela 21: Regressão – Modelo 44, 45, 46, 47, 48, 49, 50, 51 e 52.....	151
Tabela 22 – Regressão – Modelo 3a, 4a, 5a, 6a, 7a, 8a, 9a e 10a	154
Tabela 23 - Regressão – Modelo 11a, 12a, 13a, 14a, 15a, 16a, 17a e 18a	155
Tabela 24 - Regressão – Modelo 37a, 38a, 39a, 40a, 41a, 42a, 43a e 44a	157
Tabela 25 - Regressão – Modelo 45a, 46a, 47a, 48a, 49a, 50a, 51a e 52a	158

1. Introdução

A governança corporativa tem sido objeto de inúmeros estudos nos últimos anos e tem atraído a atenção de um grande número de pesquisadores. O tema está inserido num ambiente constituído por uma heterogênea rede de relações, representado por pequenos e grandes investidores, sócios-proprietários, funcionários, parceiros de negócios, concorrentes, autoridades reguladoras, organismos multilaterais, blocos econômicos etc.. Todos possuem interesses distintos, quando do estabelecimento de relações de negócios com os diferentes agentes que atuam no sistema econômico e social.

O desenvolvimento da governança corporativa está bastante vinculado ao próprio desenvolvimento e amadurecimento do sistema capitalista. A economia dos Estados Unidos destaca-se como geradora de definição dos principais conceitos inerentes ao tema. Os norte-americanos são formadores de opinião no que se refere às melhores práticas de governança corporativa que podem ser adotadas pelas empresas interessadas no assunto. Um fator de destaque na economia americana é a diversidade da estrutura de financiamento, sobretudo por intermédio do mercado de capitais, que disponibiliza recursos financeiros em abundância para investimento nas empresas.

Entre os diversos atores do mercado de capitais, destacam os investidores institucionais, sobretudo os fundos de pensão. O processo de acumulação de poupança dos fundos de pensão tornou-os grandes investidores no mercado de renda variável. Como acionistas de um grande número de empresas, em conjunto com outros investidores, passaram a perceber a importância de estimular as empresas de capital aberto a adotar práticas de governança corporativa.

Monks e Minow (2004) ilustram que, em 2002, os investidores institucionais norte-americanos eram detentores de parte expressiva das ações de empresas de porte, como a Microsoft (50,58%), General Eletric (51,49%), Intel (51,49%), Cisco Systems (54,7%) entre

muitas outras, demonstrando que juntos tinham um grande poder como acionistas. Becht *et al.* (2002) observam que o crescimento do volume de reservas dos fundos de pensão norte-americanos foi acompanhado pelo aumento expressivo das aplicações no mercado de renda variável.

Ao exercer o poder como grandes acionistas, os fundos de pensão passaram a reivindicar modificações na forma de atuação das empresas nas quais investiam, movimento conhecido como ativismo. Perceberam a existência de diversos conflitos de interesse e a necessidade de desenvolver ou aprimorar instrumentos para minimizá-los, além de estabelecer uma agenda positiva sobre os objetivos comuns.

A compreensão do processo de desenvolvimento da governança corporativa, assim como das expectativas de evolução futura, segundo Monks e Minow (2004), passa pelo estudo e entendimento dos fundos de pensão. Explicam que, ao mesmo tempo em que possuem características distintas¹, compartilham severamente uma importante característica: o dever fiduciário perante os participantes do plano. O dever fiduciário deve ser compreendido como a obrigação de maximizar o valor das complementações para os participantes do plano, o dever de tomar as decisões considerando sempre o interesse dos participantes.

Os fundos de pensão, conforme apresentado por Monks e Minow (2004) possuem um grande incentivo natural para promover o ativismo. São gestores financeiros que

¹ Os fundos de pensão são entidades de direito privado de propriedade de seus participantes. Podem oferecer planos de benefício definido, contribuição definida ou planos mistos. O primeiro, como o próprio nome esclarece, determina o valor do benefício que será auferido pelo participante, no momento de sua inscrição no plano. Tradicionalmente, o benefício é calculado em função do salário auferido pelo participante no decorrer de alguns anos que antecede a data da aposentadoria. No plano de benefício definido, as contribuições dos participantes são definidas através de cálculos atuariais e variam no decorrer dos anos. As variações são explicadas em função da evolução do passivo atuarial do plano e também em decorrência da rentabilidade dos ativos do plano. As reservas do plano de benefício definido são comunitárias, ou seja, são determinadas em função da massa de participantes inscritos no plano. Já no plano de contribuição definida, as reservas são individualizadas e o nível de benefício futuro será determinado em função do estoque de recursos acumulados ao longo da fase de contribuição do plano. Portanto, o participante no plano de contribuição definida pode determinar o nível de contribuição que deseja efetuar no plano, mas desconhece o nível de benefício que será recebido futuramente. O plano misto engloba os dois planos anteriormente explicados.

devem rentabilizar adequadamente as contribuições sob risco de poderem lesar o patrimônio dos participantes.

Monks e Minow (2004) apresentam diversas iniciativas de ativismo promovidas por fundos de pensão ligados a empresas públicas, com interesses variados: ativismo com foco no local de instalação de plantas industriais, ativismo com foco na compra de ações para impedimento de aquisição hostil (*takeover*); ativismo com foco na realização de investimentos para a promoção de desenvolvimento econômico local; ativismo junto aos gestores de recursos, impondo normas relacionadas à prevenção de conflitos de interesses, entre outras iniciativas.

Diversas pesquisas foram realizadas sobre o assunto com interesses mais específicos. O estudo de Monks (1993) trata da relação entre implementação do ativismo e retorno. Gillan e Starks (1997), Karpoff *et al.* (1995), Wahal (1996), Smith (1996), Carleton *et al.* (1998) e Opler e Sokobin (1995) estudaram os impactos da adoção da estratégia de ativismo por parte dos grandes investidores sobre o desempenho das empresas. Gilson (2005) apresenta um estudo da evolução do desenvolvimento da governança corporativa, que passa da fase do controle pela aquisição hostil para a de controle pelo voto do acionista.

Os estudos relacionados à governança corporativa são de grande interesse dos investidores institucionais, especialmente dos de fundos de pensão, pois estes direcionam grandes montantes de investimentos para aquisição de ações e participações em empresas de capital aberto. Especificamente no caso brasileiro, a SPC (2005) revela que os fundos de pensão aplicavam 30,4% dos ativos em ações, o equivalente a R\$ 90,1 bilhões.

No Brasil, diversos estudos sobre a governança corporativa foram desenvolvidos, com propósitos distintos. Silveira (2002) produziu um trabalho focado no estudo da governança corporativa, do desempenho e do valor da empresa; Leal e Silva (2005) e Silveira (2004) elaboraram um índice para avaliar a governança corporativa das empresas

brasileiras; Okimura (2003) investigou a relação entre a estrutura de propriedade e controle e o valor e o desempenho das empresas privadas não-financeiras brasileiras; Jesus (2004) apresentou um estudo de caso sobre a formação de mecanismos de governança corporativa por investidores institucionais e relatou a experiência da Previ – fundo de pensão do Banco do Brasil.

Este trabalho se insere em um grupo de estudos que pretende revisar a teoria produzida sobre a governança corporativa e como essa teoria é compreendida pelos fundos de pensão brasileiros. O estudo restringe-se aos investimentos realizados no segmento de renda variável, em que se analisa se o processo de tomada de decisão de investimento na aquisição de ações está adequado aos pressupostos apresentados na teoria de governança corporativa.

Os fundos de pensão são investidores institucionais de grande relevância para o mercado de capitais brasileiro. Na medida em que as participações acionárias desses fundos crescem, também cresce a preocupação de se monitorar a atuação dos gestores das empresas que recebem os recursos. Utilizando a prerrogativa de grandes acionistas, os fundos de pensão podem passar a exercer essas atividades de monitoração de forma mais ativa, até como uma forma de garantir que seus investimentos sejam adequadamente remunerados. Nesse contexto, a qualidade da governança corporativa passa a ser de grande importância.

Assim, o objetivo principal deste trabalho é analisar a relação entre a participação acionária dos fundos de pensão e a qualidade da governança corporativa das empresas em que aqueles investem seus recursos. Como objetivos específicos, a pesquisa é dedicada para: a construção de um índice para mensurar a qualidade da governança corporativa das empresas de capital aberto, tendo como base o modelo de Silveira (2004); construir uma variável relativa à participação consolidada dos fundos de pensão brasileiros nas empresas de capital aberto negociadas na BOVESPA; analisar a influência da participação societária dos fundos de pensão brasileiros sobre a governança corporativa das empresas de

capital aberto negociadas na BOVESPA; analisar a influência da governança corporativa das empresas de capital aberto negociadas na BOVESPA sobre a participação societária dos fundos de pensão brasileiros. O resultado da pesquisa mostra uma relação negativa entre essas variáveis, sugerindo um possível *tradeoff* entre a participação acionária e a governança corporativa como forma de alinhamento entre os fundos de pensão e as empresas. A qualidade da governança corporativa, conforme resultados das regressões processadas, está positivamente vinculada com as empresas que aderiram aos níveis diferenciados de governança corporativa da BOVESPA e também as empresas que emitem ADR,s. Por outro lado, quanto mais ações ordinárias deter o acionista controlador e quanto maior for a disparidade de direitos entre o acionista controlador e minoritários, menor é a qualidade da governança corporativa. Pouca significância foi observada nas variáveis de desempenho sobre a qualidade da governança corporativa. Isso revela que não é possível prever que o desempenho da empresa tem relação com a qualidade da governança corporativa.

O trabalho está organizado em 5 capítulos. O primeiro capítulo é introdutório, revelando em primeiro plano o problema de pesquisa. Na seqüência, é apresentada a contribuição pretendida com o estudo e as justificativas que motivaram o autor no desenvolvimento do tema. Os objetivos da pesquisa são detalhadamente explicados, assim como as delimitações do trabalho. No capítulo 2 é apresentado o referencial teórico que é utilizado como base para o desenvolvimento da pesquisa. Inicialmente, o capítulo aborda a teoria da agência, referenciando os principais autores que desenvolveram estudos científicos sobre o tema. A origem da existência dos conflitos de interesse e os mecanismos disponíveis para a promoção do melhor alinhamento de interesses são evidenciados pelos autores pesquisados. O capítulo aborda as diferentes conceituações da governança corporativa a nível mundial. Os mecanismos externos e internos de governança corporativa e os principais modelos adotados no mundo são evidenciados na pesquisa acadêmica realizada. O trabalho

identifica os organismos internacionais para a promoção da governança corporativa, descrevendo as principais conclusões sobre as boas práticas de governança. O desenvolvimento da governança corporativa no Brasil é objeto de apreciação do capítulo, apresentando as principais evidências empíricas identificadas na publicação de artigos acadêmicos. O Capítulo 2 apresenta os incentivos legais e institucionais (auto-regulação) para Governança Corporativa. São identificadas as principais modificações na lei das sociedades anônimas e os impactos na governança corporativa. A pesquisa mensura o entendimento da Comissão de Valores Mobiliários a respeito da adoção de boas práticas de governança corporativa pelas empresas de capital aberto. Posteriormente, são apresentadas as iniciativas da Bolsa de Valores de São Paulo para distinguir as empresas que adotam boas práticas de governança corporativa das demais empresas de capital aberto. Apresenta-se o ambiente regulatório das entidades fechadas de previdência complementar (fundos de pensão), evidenciando que existe um grande incentivo promovido pela Secretaria de Previdência Complementar para que os fundos de pensão adotem boas práticas de governança corporativa. São apresentados estudos acadêmicos que demonstram como a adoção de práticas de governança corporativa e o grau de proteção do investidor afetam o valor da empresa. O referencial teórico contempla pesquisa acadêmica sobre o ativismo dos fundos de pensão, proporcionando o entendimento da contribuição que os fundos de pensão exercem na governança corporativa das empresas. O capítulo 3 apresenta a metodologia da pesquisa. Inicialmente o capítulo formula o problema de pesquisa para o qual almeja-se obter o entendimento. São formuladas as hipóteses da pesquisa e elaborado o modelo geral de pesquisa. As variáveis determinantes da governança corporativa, previamente selecionadas com base na pesquisa acadêmica, são relacionadas, fundamentadas e definidas operacionalmente. O capítulo explica os critérios utilizados para a composição da amostra de dados utilizados no estudo e revela as fontes de pesquisa para a obtenção das diversas

informações necessárias. São apresentadas no final do capítulo as limitações da pesquisa. O capítulo 4 é dedicado a apresentação e interpretação dos resultados da pesquisa. As estatísticas descritivas de cada variável utilizada no estudo são mensuradas e comparadas com a pesquisa acadêmica realizada por Silveira (2004). Diversas análises de regressões são processadas e interpretadas. É utilizado um conjunto de 34 regressões para avaliar a influência de diversas variáveis independentes na qualidade da governança corporativa das empresas de capital aberto. Posteriormente um novo conjunto de 18 modelos de regressões são processados, a fim de avaliar a influência das mesmas variáveis independentes na influência da participação acionária dos fundos de pensão. Finalmente o capítulo apresenta uma breve conclusão dos principais resultados obtidos e apresenta a conclusão final da dissertação.

1.1. Contribuição Pretendida

O trabalho visa a contribuir academicamente com o estudo da governança corporativa e a sua importância para os investidores institucionais.

Também poderá servir de fonte de pesquisa sobre o tema para profissionais vinculados à área de mercado de capitais, aos interessados no sistema de previdência complementar, às empresas de capital aberto ou capital fechado que tenham interesse em promover a abertura de capital, aos órgãos normatizadores e especialmente, aos gestores financeiros dos fundos de pensão.

A contribuição maior da investigação é proporcionar o entendimento de como a qualidade da governança corporativa das empresas de capital aberto pode exercer influência na atratividade de investimentos em ações pelos fundos de pensão.

1.2. Justificativa

Diversos fatores contribuíram e motivaram o desenvolvimento da presente pesquisa, destacando-se:

- a relevância dos fundos de pensão na economia nacional;
- a oportunidade em desenvolver um tema atual e relevante, com pouca pesquisa realizada no mercado brasileiro;
- a pouca exploração do tema deste trabalho no Brasil. O estudo contribui para fomentar o conhecimento científico relacionado à capacidade da governança corporativa em atrair investimentos dos fundos de pensão brasileiros

1.3. Apresentação do problema da pesquisa

Dentre os diversos atores do mercado de capitais, destaca-se a participação dos investidores institucionais, sobretudo os fundos de pensão. Os fundos de pensão são considerados investidores de longo prazo, tendo em vista o horizonte de tempo relativo à formação de poupança dos seus participantes, pessoas físicas que aplicam seus excedentes almejando o recebimento de benefícios por ocasião de sua aposentadoria.

Os fundos de pensão contribuem substancialmente para a disponibilização de capital para financiamentos de longo prazo. Diversas técnicas de orçamento de capital para avaliação econômico-financeira são utilizadas nos estudos das propostas de investimento, levando-se em conta fatores de natureza quantitativa, para a mensuração das relações de risco e retorno e análises de sensibilidade.

A decisão final de investir não depende apenas da avaliação econômico-financeira do investimento, mas engloba a necessidade de uma análise minuciosa do ambiente institucional, legal e societário em que a proposta é concebida e oferecida para a participação dos fundos de pensão como investidores. Como representam a poupança de milhares de trabalhadores, um fator determinante para a realização de investimentos está na confiabilidade

de que ocorrerá o cumprimento de contratos, respeito aos direitos de propriedade e assim por diante.

O processo de acumulação de poupança junto aos fundos de pensão tornou-os grandes investidores no mercado de renda variável. Como acionistas de um grande número de empresas, os fundos passaram a perceber a importância de estimular as empresas de capital aberto a adotarem práticas de governança corporativa. Exercendo o poder subjacente à sua posição de grandes acionistas, os fundos de pensão passam a reivindicar modificações na forma de atuação das empresas nas quais investem, movimento este conhecido como ativismo. Os fundos passam a perceber, também, a necessidade de desenvolver mecanismos que procurem alinhar os seus interesses aos dos gestores das empresas nas quais detêm participação acionária e, dessa forma, garantir o retorno de seus investimentos. Como bem observam Monks e Minow (2004), os fundos de pensão possuem um incentivo natural a promover o ativismo, pois são gestores financeiros que devem rentabilizar adequadamente as contribuições dos participantes, sob risco de poderem lesar os seus clientes.

Dentro desse contexto, a governança corporativa surge como um conjunto de mecanismos que objetiva aumentar a confiabilidade nas relações entre os fundos de pensão e as empresas nas quais aqueles detenham participação acionária.

Os fundos de pensão possuem aplicações financeiras regulamentadas pelo Conselho Monetário Nacional, através da Resolução Nº 3.121 e de alterações posteriores, as quais estabelecem que os recursos financeiros administrados deverão ser investidos obrigatoriamente em segmentos específicos de aplicação: renda fixa, renda variável, imóveis e empréstimos e financiamentos.

A presente dissertação está direcionada para a construção de um índice, que representa qualitativamente a governança corporativa das empresas de capital aberto. Posteriormente é analisada como a governança corporativa exerce influência na composição

das carteiras de ações dos fundos de pensão. Também é avaliado se a participação acionária dos fundos de pensão exerce influência na qualidade da governança corporativa.

O problema de pesquisa que se pretende responder nesta dissertação é: Qual a relação entre a participação acionária dos fundos de pensão e o nível de governança corporativa das empresas de capital aberto brasileiras? O objetivo principal é verificar se a participação acionária dos fundos de pensão exerce influência sobre a qualidade da governança corporativa das empresas. Além disso, em função de problemas de causalidade reversa sugeridos pela literatura, também é analisada a situação inversa, ou seja, procura-se analisar se a qualidade da governança corporativa influencia a participação acionária dos fundos de pensão.

1.4. Objetivos da pesquisa

O objetivo geral da pesquisa é mensurar a qualidade da governança corporativa das empresas de capital aberto negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) em 2004 e entender as relações existentes entre a governança das empresas e a composição acionária dos investimentos realizados pelos fundos de pensão no mesmo período.

Para a mensuração da qualidade da governança corporativa, foi adotado como premissa o modelo desenvolvido por Silveira (2004). O autor estudou os determinantes da qualidade da governança corporativa, através da construção de um índice, denominado IGOV. O índice proposto por Silveira (2004) é composto por 20 questões binárias, subdivididas igualmente em quatro blocos de interesse, abaixo relacionados:

- acesso às informações;
- conteúdo de informações públicas;
- estrutura do conselho de administração e
- estrutura de propriedade e controle.

Os questionamentos integrantes a cada bloco de interesse foram elaborados mediante pesquisa acadêmica, sobretudo o estudo desenvolvido por Klapper e Love (2002), que mensuraram a qualidade da governança corporativa de 374 empresas em 14 países emergentes. Klapper e Love (2002), para determinar a qualidade da governança corporativa, desenvolveram um questionário para compor um Índice de Governança Corporativa. O questionário é formado por 57 perguntas binárias, agrupadas em 7 blocos de interesse: disciplina gerencial; transparência; independência; obrigação de prestar informações, responsabilidade, senso de justiça e responsabilidade social. O índice de governança é o resultado da somatória dos pontos obtidos nas respostas das perguntas formuladas em cada bloco de interesse, com exceção das perguntas contidas no bloco de responsabilidade social. Segundo Klapper e Love (2002), o conteúdo das perguntas do bloco de responsabilidade social não era relevante para o estudo da governança corporativa.

Para Klapper e Love (2002), a governança corporativa é determinada de forma endógena². Os autores apresentam as variáveis que, segundo a teoria, podem ser associadas a empresas que adotam bons mecanismos de governança corporativa e estão presentes em resultados empíricos, dando suporte a essa teorização. Diversas variáveis utilizadas no estudo de Klapper e Love (2002) são adotadas na presente pesquisa.

A participação acionária dos fundos de pensão é uma variável adicionada ao modelo geral de pesquisa proposto originalmente por Silveira (2004) e representa a posição consolidada dos fundos de pensão em cada ação específica.

1.5. Delimitações do trabalho

No Brasil, as aplicações financeiras dos fundos de pensão são regulamentadas por resoluções expedidas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), órgão instituído pela

² Endógena: que se origina no interior do sistema.

Lei 4.595, de 31 de dezembro de 1964, responsável por definir as diretrizes gerais para o bom funcionamento do Sistema Financeiro Nacional.

Os fundos de pensão, de acordo com Resoluções expedidas pelo CMN, podem direcionar as aplicações financeiras em diversos segmentos: renda fixa, renda variável, imóveis e empréstimos.

A abrangência do presente trabalho está limitada ao estudo do segmento de renda variável, em que se analisa se o processo de tomada de decisão de investimento na aquisição de ações está adequado aos pressupostos apresentados na teoria de governança corporativa.

O trabalho contempla exclusivamente as empresas de capital aberto negociadas na Bovespa e que atendam ao requisito de liquidez mínima.

2. Referencial teórico

2.1. Governança corporativa

O estudo da governança corporativa está diretamente vinculado à atividade de monitoramento. É importante compreender a origem dos conflitos de agência e quais mecanismos podem ser utilizados para o equacionamento dos diversos problemas potenciais.

2.1.1. Teoria da Agência

Jensen e Meckling (1976) desenvolveram um postulado teórico que trata dos conflitos de interesses naturalmente existentes nas relações entre acionistas, gestores e credores de uma empresa, na medida em que ocorre a separação entre propriedade e controle.

Para Jensen e Meckling (1976), o relacionamento de agência é definido como um contrato, no qual uma ou mais pessoas, denominadas principal(is), engaja(m) uma(s) outra(s) pessoa(s), denominada(s) agente(s), para desempenhar(em) alguns serviços em nome do(s) principal(is). A lógica do modelo fundamenta-se nas relações entre os agentes e principais, nas quais os agentes representam, a princípio, os interesses dos principais. A representação desenvolve-se pela delegação de autoridade para a tomada de decisão pelo agente. A visão da empresa como um conjunto de contratos foi inicialmente abordada no estudo de Coase (1937) e é tratada em estudos de diversos autores, como Alchian e Demsetz (1972).

A fim de exemplificar o conceito, imagine-se uma organização de capital aberto, na qual o acionista representa o papel do principal enquanto o administrador é o elemento representativo do agente. O problema de agência surge quando o agente, que inicialmente foi contratado para agir no melhor interesse do principal, uma vez que a razão de ser da sua contratação, em tese, está no alinhamento de interesse com o principal, age em

outro sentido, o do seu interesse particular, que poderá estar desalinhado do interesse do principal.

Jensen e Meckling (1976) argumentam que, se o agente e o principal buscam a maximização da utilidade pessoal, existe um bom motivo para acreditar que o agente nem sempre agirá no melhor interesse do principal. Na medida em que os indivíduos são “maximizadores” de sua utilidade pessoal, agindo conseqüentemente de acordo com o interesse particular, os conflitos de interesses são instalados. A instauração do conflito de interesses foi minuciosamente estudada por Jensen e Meckling (1976), com o propósito de compreender adequadamente o problema e buscar alternativas para a minimização dele. A dificuldade está na existência de interesses não precisamente alinhados ou divergentes, o que gera desagregação de valor na empresa. Damodaran (2004), assim como Jensen e Meckling (1976), apresenta que o ponto central do problema é que os acionistas, administradores, credores e a sociedade têm interesses e incentivos muito diferentes, que podem gerar conflitos. O principal pode limitar as divergências, focando mais o seu interesse, quando viabiliza o estabelecimento de incentivos apropriados para o agente, incorrendo em custos de monitoramento, visando a limitar as atividades inadequadas do agente.

Jensen e Meckling (1976) observam que, na relação entre acionistas e gestores, os primeiros podem limitar as divergências através do monitoramento das atividades dos executivos e implementar incentivos para melhor alinhamento dos interesses. Os custos assumidos pelo principal com o objetivo de buscar a unidade de interesses são chamados de custos de agência ou custos de monitoramento.

Para Jensen e Meckling (1976), os custos de agência são representados pela somatória de:

- custos de elaboração de contratos entre o principal e o agente;

- desembolsos promovidos pelo principal para o monitoramento das atividades desenvolvidas pelo agente;
- custos arcados pelo próprio agente visando a demonstrar ao principal que as atividades desenvolvidas não foram prejudiciais ao principal;
- perdas residuais, representadas pela redução da riqueza do principal em função das decisões não eficientes tomadas pelo agente, ou seja, é a diferença entre as decisões efetivamente tomadas pelo agente contra as decisões de melhor eficiência que poderiam ser tomadas pelo agente para maximizar a riqueza do principal.

A relação entre acionistas e administradores é a base da definição do problema de agência. Não é surpresa observar que a separação entre a propriedade e o controle, na moderna e difusa estrutura acionária, está intimamente associada aos problemas de agência.

Em síntese, o problema de agência surge naturalmente quando ocorre a separação entre propriedade e controle. Na hipótese de uma mesma pessoa desempenhar simultaneamente as funções de administrador e acionista (agente e principal), conforme explanado por Jensen e Meckling (1976), o conflito de interesses não existirá, pois todas as decisões tomadas, a princípio, objetivam a maximização da utilidade pessoal.

A partir do momento em que novos acionistas são agregados na empresa, ocorre de fato a separação entre a propriedade e o controle, situação responsável pela instalação natural do conflito, do choque de interesses.

Sobre a separação entre propriedade e controle, Jensen e Meckling (1976) postulam que o proprietário-administrador terá motivação para apropriar maiores montantes dos recursos corporativos na forma de vantagens complementares ao salário, à medida que ocorrer uma redução da sua participação no capital da empresa, gerando conseqüentemente uma redução nos direitos sobre os resultados. Por outro lado, a situação aumentará a

disposição dos acionistas minoritários em alocar maiores recursos no monitoramento de seu comportamento. Os custos de agência são gerados pela discrepância de interesses do acionista controlador (acionista interno) e dos novos acionistas (acionistas externos) da empresa.

A questão central do problema de agência está na assimetria de informação que existe entre o agente e o principal. Os investidores não têm domínio de toda a informação pertinente ao negócio e também a respeito da atuação do agente. Existem dificuldades para garantir que seus recursos não sejam expropriados ou depreciados em projetos de baixa atratividade ou de viabilidade incerta.

O problema de assimetria de informação permite aos acionistas controladores a definição de diretrizes estratégicas ou operacionais em contradição com os interesses dos demais acionistas como, por exemplo: pagamentos excessivos de salários e outros benefícios indiretos; nepotismo para cargos nos conselhos e outros órgãos corporativos; transações a preços privilegiados com outras empresas pertencentes ao grupo controlador; uso reservado de informações privilegiadas, etc.

Para melhor compreensão do problema de agência, Jensen e Meckling (1994) desenvolveram um estudo do comportamento humano, considerado fundamental para entender o funcionamento das organizações. O estudo avaliou cinco alternativas de modelos. Concluiu-se que o mais adequado é o REMM³. O modelo postula que os indivíduos têm incertezas e fazem avaliações permanentemente para melhor tomada de decisão; os indivíduos são racionais, dão preferência a ceder algo de menor valor por algo de maior valor; as necessidades são ilimitadas e os indivíduos maximizadores, visam a obter o maior valor possível em todas as relações; os indivíduos são criativos, hábeis em criar novas oportunidades.

³ Resourceful, Evaluative, Maximizing Model (REEM). O REEM é um modelo que reconhece que o indivíduo é possuidor de capacidade de ação efetiva, é capaz de mensurar valor, avaliar e buscar sempre a maximização da utilidade pessoal.

O estudo de Jensen e Meckling (1994) apresenta as características dominantes da natureza humana. Permite avaliar a impossibilidade da existência do agente perfeito, aquele que, se fosse factível, teria uma constituição de personalidade indiferente entre maximizar os seus próprios objetivos e os de terceiros, pois estaria a todo instante promovendo a maximização da utilidade coletiva (de ambos).

Na hipótese da inexistência da assimetria de informação, os problemas de agência também não ocorreriam, porque não haveria uma relação de dependência entre o agente e o principal.

Pratt e Zechauser (1985) argumentam que o problema de assimetria de informação, no qual o agente detém maior conhecimento do que o principal, é inevitável. Na prática, a disponibilização de informações completas para todas as partes é pouco provável. O desafio é justamente o de compor um acordo que motivará os agentes a servirem adequadamente aos principais. O problema da assimetria da informação motiva a existência dos custos de monitoramento. É preciso, portanto, encontrar uma solução de monitoramento, ao menor custo possível.

Entendimento semelhante é apresentado por Bebchuk (2002), para quem o problema de assimetria da informação afeta a governança da empresa. Quando ativos de altos valores produzem oportunidades para elevados benefícios privados de controle, a assimetria de informação sobre o valor dos ativos irá influenciar a empresa a oferecer um nível de proteção ao investidor abaixo do adequado.

Ainda sob a ótica da visão contratual, Shleifer e Vishny (1986) argumentam que a essência do problema de agência é a separação entre as atividades de gerenciamento e financiamento. Exemplificam o conceito apresentando uma situação com dois personagens: o empresário e o financiador. O empresário necessita de capital para investimento, enquanto que o financiador demanda empresários capacitados, a fim de poder empregar os recursos

financeiros. A lógica do modelo demanda que os recursos disponibilizados e empregados sejam devidamente remunerados, ou seja, toda a cadeia de valor precisa ser rentabilizada para que a utilidade de cada agente seja satisfeita. Se toda a cadeia de valor for rentabilizada, o empresário obterá o lucro de sua atividade, enquanto que o financiador obterá o retorno do capital emprestado.

Shleifer e Vishny (1986) questionam como o financiador, mediante a posse de um contrato assinado, pode assegurar que realmente terá o retorno do capital empregado. Os executivos e acionistas, esclarece Shleifer e Vishny (1986), celebram um contrato, no qual são estabelecidas as regras para os gestores e especificados os direitos e obrigações, o que pode e o que não pode ser feito com os recursos da empresa. No limite, Shleifer e Vishny (1986) argumentam que os gestores deveriam celebrar um contrato bastante detalhado, no qual estivesse especificado tudo o que poderiam fazer a cada instante e como o excesso de caixa seria alocado em cada possível contingência. Todavia, os contratos perfeitos não são factíveis de serem elaborados, pela simples explicação de que prever todas as possíveis contingências é tecnicamente pouco provável, conforme também abordado no estudo de Becht et al (2002).

Segundo Jensen (2001, p.33), “...dada a ocorrência de eventos inesperados, nem todos os contratos, sejam eles explícitos ou implícitos, podem ser cumpridos”. Em razão desta constatação, os investidores e gestores precisam prever o direito da tomada de decisão em circunstâncias não previstas nos contratos, os chamados direitos residuais de controle.

Assim como Jensen (2001) e Shleifer e Vishny (1986), Klein (1983) aborda a impossibilidade da celebração de um contrato completo e perfeito, no qual todas as contingências possíveis de ocorrer sejam previamente conhecidas e mensuráveis.

Conforme apresentado anteriormente, em função dos contratos serem imperfeitos, atrelados ao estoque maior de conhecimento pelos agentes se comparado com o conhecimento dos principais, os primeiros possuem geralmente o direito residual de controle,

isto é, possuem autoridade e autonomia para a tomada de decisão na alocação dos recursos da empresa, o que gera a possibilidade de ocorrência de um comportamento incorreto dos executivos, tendo em vista sua utilidade pessoal.

Uma alternativa de solução para o problema do direito residual de controle dos executivos, na visão de Jensen e Meckling (1976), está na opção pela fomentação do alinhamento de interesses dos executivos aos dos investidores, através da concessão de incentivos de longo prazo, como uma participação acionária do agente.

Sobre a utilização da participação acionária como medida de incentivo, Shleifer e Vishny (1986) estudaram os problemas da separação entre a propriedade e o controle, argumentando que existem benefícios decorrentes da concentração de poder por acionistas controladores, na hipótese de existência de um comprometimento com a geração de valor e retorno para todos os acionistas, independentemente da participação acionária. Dessa forma, embora não seja possível a eliminação plena da disparidade de interesses, o conflito pode ser monitorado e gerenciado. Tenta-se buscar um equilíbrio aceitável entre o agente e principal.

A adoção de incentivos é demonstrado por Shleifer e Vishny (1986) como mecanismo para melhorar o alinhamento de interesses. O incentivo pode ocorrer por outras formas, não apenas pela cessão de uma fração das ações. A empresa pode implementar programas de *stock options* ou demitir o agente se houver baixa rentabilidade.

Considerando os potenciais conflitos que possam existir interna e externamente na empresa, a pesquisa acadêmica revela que as práticas de governança corporativa são direcionadas para o melhor alinhamento de interesses entre o agente e o principal.

2.1.2. Definição de governança corporativa

Diversas conceituações são encontradas para a Governança Corporativa, normalmente relacionadas com os esforços empreendidos pela organização, no sentido de buscar o monitoramento dos potenciais conflitos de interesse entre o agente e o principal, através do estabelecimento de regras de condução e comportamento. A pesquisa acadêmica revelou que a governança corporativa tem um componente cultural e varia bastante entre os países.

Shleifer e Vishny (1996) desenvolveram uma pesquisa bastante aprofundada sobre o tema, na qual apresentam que os mecanismos de governança corporativa variam bastante ao redor do mundo. Citam o exemplo de empresas sediadas nos Estados Unidos e Inglaterra, países considerados como ofertantes de boa proteção legal para o investidor. Em ambos, os grandes investidores são menos predominantes, exceto quando a estrutura acionária torna-se mais concentrada esporadicamente nos processos de *takeover*. Em muitos países do continente europeu, assim como no Japão, existe menos segurança na proteção legal para o investidor e maior presença de grandes investidores e bancos. Nas outras regiões do mundo, a estrutura acionária é tipicamente concentrada em famílias, com a presença de poucos e grandes investidores externos e bancos. O sistema legal de proteção ao investidor é considerado mais fraco do que o observado na Europa e Japão.

Para Shleifer e Vishny (1996), a governança corporativa é o campo da administração que trata do conjunto de relações entre a direção das empresas, seus conselhos de administração, seus acionistas e outras partes interessadas. A governança corporativa estabelece os caminhos pelos quais os fornecedores de capital das corporações asseguram o retorno de seus investimentos. A governança corporativa é representada por um conjunto de regras estabelecidas pelos administradores para si próprios ou pelos investidores para os

administradores, de forma a reduzir a ineficiência da alocação de recursos e motivar os investidores a majorarem os investimentos.

Definição semelhante é apresentada por Denis e McConnell (2003), para quem a governança corporativa é um conjunto de mecanismos institucionais e baseados pelo mercado, que induz os agentes a tomarem decisões que maximizem o valor da companhia para os acionistas (principais).

A governança corporativa, segundo Hitt, Ireland e Hoskisson (2003), trata essencialmente da relação entre os investidores. Busca-se determinar e controlar a direção estratégica e o desempenho de organizações. O foco de atenção está na identificação de recursos para garantir que as decisões estratégicas sejam tomadas eficientemente.

Os organismos multilaterais, entre os quais a Organização para Cooperação do Desenvolvimento Econômico (OCDE), ressaltam a preocupação com o equilíbrio de direitos e relações entre o agente e o principal. Para a OCDE (2004), a governança corporativa é o sistema segundo o qual as corporações de negócios são dirigidas e controladas. A estrutura da governança corporativa especifica a distribuição dos direitos e responsabilidades entre os diferentes participantes da corporação, tais como o conselho de administração, os diretores executivos, os acionistas e outros interessados, além de definir as regras e procedimentos para a tomada de decisão em relação a questões corporativas. E oferece também as bases através das quais os objetivos da empresa são estabelecidos, definindo os meios para se alcançarem tais objetivos e os instrumentos para se acompanhar o desempenho.

Davis e Thompson (1994) publicaram um estudo descrevendo o processo de evolução da estrutura societária das empresas dos Estados Unidos, cuja economia é caracterizada pela existência de um mercado de capitais desenvolvidos que culminou na separação progressiva entre a propriedade e controle ao longo do tempo e contribuiu para o desenvolvimento da governança corporativa. No início, Davis e Thompson (1994) explicam

que as empresas norte-americanas eram administradas pelos proprietários-fundadores e seus descendentes, o que representava que as estruturas de propriedade e de controle estavam centralizadas nas mesmas pessoas. O crescimento das empresas proporcionou uma alteração administrativa, levando à separação de propriedade e controle na maioria das grandes corporações. O controle da empresa se desviou dos empreendedores e passou para gerentes profissionais. A estrutura de propriedade se tornou dispersa entre milhares de acionistas não organizados que permaneciam afastados da administração diária da companhia. Mais recentemente, uma outra alteração na estrutura societária foi observada, através da presença de investidores institucionais, além dos acionistas individuais.

O processo de evolução da estrutura societária criou o novo conceito de empresa, baseado na separação da propriedade e do controle administrativo, na qual os acionistas externos possuem menor nível de informação do que os administradores profissionais, culminando no problema da assimetria de informação, assunto abordado por Pratt e Zechauser (1985) e Bebchuk (2002).

Para Davis e Thompson (1994), a governança corporativa, exercida com o emprego de diversos recursos de monitoramento, visa ao estabelecimento de uma relação de alinhamento de interesses entre os diversos participantes do processo e considera a disparidade de objetivos de cada um.

Carvalho (2002) argumenta que muito da literatura sobre governança corporativa baseia-se no princípio de que as empresas pertencem aos acionistas e que, portanto, a sua administração deve ser feita em benefício deles. A boa governança empresarial significaria a adoção de mecanismos que forçassem os administradores (não-acionistas) a proteger os interesses dos acionistas. As ações implementadas pelas empresas são monitoradas pelas partes e diversos mecanismos de controles são estabelecidos, como forma de avaliar o alinhamento de interesses entre o agente e o principal.

Para as empresas de capital aberto com ações negociadas em bolsa de valores, Jensen (2001) demonstra que os acionistas efetuam o monitoramento das estratégias empresariais através de duas formas de governança: o controle da corporação pelo mercado ou mecanismos externos de governança; e através dos Conselhos de Administração ou mecanismos internos de governança.

Em resumo, o estudo da governança corporativa engloba a definição de princípios, modelos, práticas, mecanismos de regulação e diversos propósitos, destacando-se os seguintes interesses: direito dos acionistas; direitos das outras partes interessadas; conflitos de agência; sistema de relações; sistema de valores; sistema de governo; estrutura de poder; estrutura de regulação e padrões de comportamento.

2.1.3. Mecanismos externos e internos de governança corporativa

A governança corporativa vigente em determinada organização é o resultado da interação de diversas forças de controle, sejam elas de natureza externa (pelo mercado) ou interna (pela empresa) (Andrade e Rossetti, 2004). As forças de natureza externa estão relacionadas: ao ambiente legal e regulatório, através do conjunto de leis vigentes em determinado país, que vão oferecer uma determinada proteção aos investidores e o nível de cumprimento dos contratos firmados; aos padrões contábeis exigidos, através das normas de prestação de contas da administração, detalhamento das demonstrações financeiras e contábeis; ao controle pelo mercado de capitais, através do desempenho das ações das empresas no mercado de capitais, aquisições hostis e exercício do direito de voto pelos acionistas; aos mercados competitivos, através do nível de competitividade da empresa no seu mercado de atuação e também relacionado a oportunidades de trabalho para altos executivos; ativismo dos investidores institucionais e acionistas, através do monitoramento e exercício do direito de voto. Já as forças de natureza interna estão relacionadas: à concentração da

propriedade acionária; à constituição de conselhos de administração; aos modelos de remuneração dos gestores; ao monitoramento de grupos de interesse; às estruturas multidivisionais dos negócios, conforme ilustrado no Quadro 1.

Quadro 1: Forças de controle dos conflitos e dos custos de agência e das assimetrias de direitos e poderes

Forças de controle externas (pelo mercado)	Forças de controle internas (pela empresa)
<ul style="list-style-type: none"> • Ambiente legal e regulatório: Proteção aos investidores; Nível de exigência de cumprimento das regras. • Padrões contábeis • Controle pelo mercado de capitais: Valor atribuído pelo mercado à governança da empresa; Disputas por procurações de votos; Aquisições hostis. • Mercados competitivos: Mercado do setor de atuação da empresa; Mercado de trabalho de altos executivos. • Ativismos dos investidores institucionais: Fundos de pensão; Seguradoras; Fundos mútuos de investimento. • Ativismo de acionistas Ações individuais ou organizadas. 	<ul style="list-style-type: none"> • Concentração da estrutura acionária • Conselho de administração • Remuneração dos gestores: Comitês; Remuneração em relação ao desempenho (bonificações, <i>stock options</i>); Alinhamento com padrões de mercado

Fonte: Adaptado de Andrade e Rossetti (2004).

Com o propósito de apresentar os diversos mecanismos externos de governança, foi realizada uma pesquisa acadêmica de estudos elaborados por diversos autores.

Um dos recursos externos de governança utilizado pelo mercado, segundo Jensen (1988), é o preço das ações, que consolida as implicações de todas as decisões tomadas pela empresa. O mecanismo exerce uma forte pressão no sentido de orientar ou reorientar as empresas e, conseqüentemente, seus executivos, quanto à tomada de decisões que atendam aos interesses dos acionistas. Na hipótese das decisões empresariais serem tomadas em conformidade com os anseios do mercado, as ações da empresa são valorizadas.

Em contrapartida, a existência de desalinhamento entre as ações internas e as expectativas externas terão como consequência a desvalorização do preço das ações.

Jensen (1988) e Denis e McConnell (2003) mostram que as empresas que não apresentam desempenho satisfatório estão sujeitas a possibilidades de tomadas hostis de controle (*takeovers*). A aquisição hostil é incentivada quando a distância entre o valor atual da empresa e o seu potencial valor é suficientemente negativo, representando um importante instrumento de governança externo, exercido pelo mercado. Conforme apresentado por Jensen (1988), as aquisições hostis beneficiaram os acionistas das empresas-alvo. Os prêmios historicamente pagos aos acionistas das empresas-alvo, nos processos de aquisição hostil, foram de 30%, na média, e nos casos mais recentes relatados no estudo, a média elevou-se para 50%. Já os acionistas das empresas adquirentes ganharam, na média, 4% nos processos de aquisição hostil e quase nada nos processos de fusão. As aquisições hostis geraram historicamente, 8% de ganho no valor total de ambas as companhias (adquirente e adquirida). O mecanismo de aquisição hostil é um recurso muito utilizado em mercado de capitais desenvolvidos porque todas as ações implementadas pelos gestores das empresas são refletidas no preço das ações. Isso sugere que uma empresa que apresente um desempenho inferior, comparativamente a outras concorrentes, terá o preço da ação depreciado, o que gera uma oportunidade de aquisição por outras empresas.

Outro mecanismo externo importante de governança é a proteção legal do investidor, assunto abordado por Shleifer e Vishny (1996) e por Denis e McConnell (2003). Shleifer e Vishny (1996) apontam que o principal fundamento que leva os investidores a proverem financiamento externo para a empresa é o recebimento dos direitos de controle em caso de rompimento de contrato. Muitas das diferenças entre os sistemas de governança corporativa ao redor do mundo, argumentam os autores, derivam das diferenças da natureza das obrigações legais que os gestores celebram com os financiadores e na forma de a justiça

interpretar e forçar o cumprimento dos contratos. Do ponto de vista do acionista, Shleifer e Vishny (1996) avaliam que a proteção legal é espelhada pelo direito do acionista votar nas importantes matérias que afetam a empresa, como as decisões de fusão e liquidação, assim como na eleição dos membros do conselho de administração e conselho fiscal. O direito de voto, todavia, por ser muito custoso para o acionista. Em muitos países, os acionistas não podem exercer o direito de voto por e-mail. Precisam comparecer pessoalmente na assembléia de acionistas para poder votar, o que significa uma exigência que indiretamente resulta no não exercício de voto do pequeno acionista. Em países com fraco sistema legal, o direito de voto dos acionistas é violado mais freqüentemente. Denis e McConnell (2003) apresentam que a proteção legal ao investidor exerce influência na estrutura do mercado de capitais e também na forma como a governança é adotada pelas empresas. Um sistema de forte proteção legal aos acionistas é uma condição necessária para a viabilização de um mercado acionário difuso. Segundo Denis e McConnell (2003), a relativa dispersão na estrutura acionária das empresas norte-americanas pode ser atribuída, em parte, ao sistema de proteção legal. Observam que o reverso é verdadeiro, ou seja, em países com fraca proteção legal ao investidor, somente uma estrutura acionária concentrada pode suprir a carência de proteção. Isso sugere que a participação acionária em países com fraca proteção legal pode ser utilizada como um mecanismo substituto de governança corporativa. A maior participação acionária representa maior poder de voto nas assembléias. Isso abre a possibilidade para o acionista influenciar a adoção de práticas de governança corporativa nas empresas nas quais possui uma participação acionária relevante.

A competição no mercado de produto é um mecanismo externo de governança que contribui no alinhamento dos objetivos do agente e principal. A competitividade obriga os gerentes a tomar ações para obter o melhor desempenho da empresa. Caso o conjunto de ações implementadas não se refletir na melhoria de desempenho, poderá expor a empresa ao

risco de uma aquisição de terceiros, pois o valor da empresa é menor do que seu potencial, conforme apresentado por Jensen (1988) e Denis e McConnell (2003). A situação apresentada poderá despertar interesse de potenciais compradores, que identificam a ineficiência operacional da empresa. O objetivo estará em melhorar o gerenciamento para obter resultados crescentes. Uma eventual aquisição poderá significar mudanças no quadro de empregados, o que traz incertezas para os gerentes. É previsível identificar que o interesse dos gerentes é buscar a maximização dos resultados como forma defensiva contra uma troca de controle acionário.

Outro mecanismo externo de governança é a participação acionária dos fundos de pensão, através do movimento conhecido como ativismo, que será explicado posteriormente na presente dissertação.

Becht *et al* (2002) desenvolveram uma pesquisa sobre governança corporativa focando os fundos de pensão. Apontam que o crescimento dos planos de contribuição definida estavam canalizando frações crescentes de poupança para os fundos de pensão, o que ajuda na criação de uma indústria grande e suficientemente forte, capaz de influenciar a governança corporativa das empresas. Parte da poupança acumulada pelos fundos de pensão é direcionada para aplicações no mercado de renda variável. Se for considerado que o plano de contribuição definida é caracterizado pelo valor do benefício a ser determinado exclusivamente em função da rentabilidade dos ativos adquiridos, os fundos de pensão passaram a exercer um monitoramento nas empresas nas quais realizavam as aplicações. O ativismo dos investidores institucionais, observam Becht *et al* (2002), ocorre em decorrência dos elevados investimentos na aquisição de ações, tornando necessário um trabalho ativo de monitoramento dos gestores.

Além dos mecanismos externos de governança, a empresa dispõe de recursos internos com a mesma finalidade. A pesquisa acadêmica identificou a utilização de diversos mecanismos internos, como formas de estimular a governança corporativa na empresa.

O conselho de administração das empresas de capital aberto, segundo Damodaran (2004), é o corpo que supervisiona a administração e ocupa a posição deliberativa de maior importância na estrutura organizacional. Os membros do conselho são representantes eleitos pelos acionistas e devem assegurar que os administradores cuidem dos interesses dos acionistas. Eles possuem autonomia para mudar a alta administração da empresa e têm uma influência substancial sobre como ela é gerida. Nas principais decisões empresárias, tais como aquisições de outras empresas, os administradores têm de conseguir a aprovação do conselho. O conselho de administração, sob a ótica da teoria da agência, é o órgão da empresa responsável pelo monitoramento dos interesses dos principais. Isso sugere que conselhos fortes e determinados na defesa dos interesses dos principais representam um instrumento de governança corporativa.

Conforme apresentado por Lane, Cannella e Lubatkin (1998), os interesses administrativos ou o oportunismo administrativo pode prevalecer quando os mecanismos internos de governança são fracos, exemplificando as empresas nas quais o nível gerencial possui autonomia para a tomada de decisão de cunho estratégico. Por outro lado, no caso do conselho de administração controlar a autonomia administrativa ou na hipótese de outros mecanismos internos fortes de governança serem utilizados, as estratégias da firma refletirão melhor os interesses dos acionistas.

Seward e Walsh (1996) corroboram com a visão de Damodaran (2004), ao explicar que o conselho de administração é um grupo de pessoas eleitas cuja principal responsabilidade é agir no interesse dos proprietários (principais), monitorando e controlando

formalmente os executivos de alto nível da corporação, protegendo os proprietários do oportunismo administrativo.

Shleifer e Vishny (1996) argumentam que, mesmo na hipótese dos acionistas elegerem os membros do conselho de administração, os indivíduos eleitos não necessariamente irão representar os interesses do principal. A estrutura do conselho de administração varia bastante entre os países, abrangendo desde a dupla estrutura de conselhos, observada na Alemanha (conselho de supervisão e conselho de administração), até uma estrutura dominada por comissões de diretores internos à empresa, modelo observado no Japão. Existem modelos de conselhos mistos (internos e externos), como observado nos Estados Unidos.

Segundo Denis e McConnell (2003), o conselho de administração é o mecanismo mais direto de controle dos administradores por parte dos acionistas. Seus membros são eleitos pelos acionistas e sua função é contratar, demitir, compensar e monitorar a alta administração e os executivos da empresa em nome dos acionistas. O conselho de administração como mecanismo interno de governança corporativa é em tese a solução adequada para os problemas enfrentados pelos acionistas no monitoramento dos agentes, pois os conselheiros são pessoas com poder e autoridade sobre os administradores. A condição considerada adequada é a independência dos membros integrantes do conselho de administração, ou seja, compostos por membros externos à empresa.

Sobre os conselhos de administração, pesquisas foram realizadas sobre a composição e o número de membros, com foco na avaliação das características de um conselho de administração que exerce uma influência positiva na qualidade da governança corporativa das empresas.

No que tange ao tamanho e composição do conselho, o estudo desenvolvido por Dalton e Daily (2000) sugere que os conselhos maiores, desde que com proporção

superior de conselheiros externos e com alta diversidade de experiência de seus membros em diferentes ramos de negócio, apresentam correlações positivas e estatisticamente significantes com o desempenho financeiro das empresas. Monks e Minow (2004) relatam uma pesquisa realizada pela Spencer Stuart em 1998, sobre o tamanho do conselho de administração das maiores empresas norte-americanas. Constatou-se que o tamanho médio do conselho encolheu de 15 membros em 1988 para 10,9 membros em 2002. Apresentam ainda que $\frac{1}{4}$ das empresas que compõem o S&P 500 têm conselhos de administração entre 8 e 9 membros.

Denis e McConnell (2003) apresentam que um instrumento interno de governança corporativa importante é a composição da estrutura acionária da empresa e o tamanho da posição de cada investidor, pois os investidores podem exercer algum controle sobre a empresa. É razoável supor que uma grande sobreposição entre a estrutura de capitais e controle pode contribuir para reduzir os conflitos de interesses e, conseqüentemente, aumentar o valor da empresa. Grandes acionistas, observam Denis e McConnell (2003), detêm os benefícios privados do controle. Eles têm interesse de monitorar os agentes e possuem controle suficiente para exercerem influência na administração da empresa, à medida que ocorre o crescimento do fluxo de caixa. Isso sugere novamente que a participação acionária pode ser um instrumento substituto de governança corporativa.

Sobre a remuneração dos gestores como mecanismo interno de governança, Monks e Minow (2004) mostram que a empresa pode adotar uma regra de remuneração que incentive um alinhamento de interesses entre os gestores, acionistas externos e demais interessados. A remuneração, além de um componente fixo, pode agregar uma parte variável. É o caso do recebimento de uma participação acionária e de um programa de compra de ações. A remuneração variável geralmente é atrelada a resultados, o que significa que a remuneração variável percebida pelos gestores está alinhada com o desempenho da empresa.

2.1.4. Governança corporativa: principais modelos

Conforme explanado anteriormente, o modelo de governança corporativa adotado pelas empresas depende, em grande parte, do ambiente institucional no qual está inserida.

O Estado, segundo Denis e McConnell (2003), através de seus sistemas financeiro e legal, exerce forte influência na modelagem e formatação do mercado de capitais local no grau de proteção dos investidores e no modelo de governança das empresas. Os países apresentam diferenças significativas entre os sistemas de governança corporativa das suas empresas.

As diferenças entre os sistemas de governança corporativa, segundo Denis e McConnell (2003), ocorrem de forma mais intensa entre os países mais desenvolvidos e os menos desenvolvidos. Todavia, entre os países mais desenvolvidos, também há distinções entre os sistemas de governança:

- Estados Unidos e Reino Unido: países caracterizados pela pulverização do controle acionário; bolsas de valores desenvolvidas; transparência elevada e divulgação periódica de informações das empresas, impondo controles rígidos sobre o uso de informações privilegiadas; o objetivo primordial das empresas tem sido tradicionalmente a criação de valor para os acionistas (*shareholder*); a governança corporativa surgiu pelo ativismo dos investidores institucionais.
- Alemanha: país caracterizado pelo papel limitado do mercado de capitais no fornecimento de capital de risco; gestão coletiva das empresas; mercado acionário pouco desenvolvido.
- Japão: o objetivo das empresas tem sido a busca pelo equilíbrio dos interesses dos *stakeholders* e a garantia de emprego vitalício para seus

funcionários; empresas com metas de crescimento absoluto e de participação no mercado ao invés da maximização dos lucros; keiretsu - conglomerados de várias empresas e bancos unidos por redes de participações cruzadas entre eles; os bancos representam a principal fonte de recursos para as empresas, exercendo o papel de financiadores dos conglomerados.

- França: presença do Estado através do controle direto das empresas; a elevada presença estatal contribui para que a governança corporativa do país ainda não se enquadre nos padrões de transparência, responsabilidade e preocupação com todos os acionistas exigidos pela maioria dos códigos de governança.

Denis e McConnell (2003) argumentam que os diferentes sistemas de governança corporativa dos países desenvolvidos, conforme anteriormente apresentado, resultam de complexas condições determinantes e podem ser agregados em dois grandes grupos, de acordo com o foco principal:

- *Shareholder*: definição em função da tipologia de propriedade e forma preponderante de financiamento das empresas. O foco de atenção é o acionista, quanto aos seus direitos e interesses;
- *Stakeholder*: definição em função dos objetivos de interesses mais abrangentes, não limitados aos de natureza econômico-financeira. A amplitude é maior do que o retorno do investimento e da geração de riqueza aos acionistas. O modelo estabelece compromissos com outras partes interessadas. O foco de atenção é ampliado, com múltiplos interesses.

O foco de atenção no acionista é oriundo do sistema anglo-saxão, no qual ocorre a diluição da propriedade acionária das grandes empresas e a separação entre a propriedade e a gestão/controle. É um modelo fortemente orientado para o mercado e também por ele monitorado. A estrutura regulatória de proteção aos acionistas tem como fonte o direito comum. Prevaecem os mecanismos externos de controle da governança, conforme apresentado por Andrade e Rossetti (2004).

La Porta *et al.* (1998a) estudaram a estrutura de capital de empresas em 27 países. Em cada país, foram coletadas 2 amostras de empresas. A primeira amostra compreendeu as 20 maiores empresas selecionadas pelo critério de capitalização de mercado das ações em bolsa, no final de 1995. A segunda amostra compreendeu, quando possível, as 10 menores empresas em cada país, com valor de capitalização de mercado abaixo de US\$ 500 milhões, no final de 1995. Os resultados foram divididos em duas amostras. A primeira, composta por 12 países com avaliação igual ou melhor do que a mediana de proteção ao acionista, e a segunda constituída por 15 países com a avaliação de proteção ao acionista pior do que a mediana. A sub-amostra, relacionada à boa proteção, é dominada por países com *common law*⁴ e a sub-amostra, relacionada à má proteção, é dominada por países com *civil law*⁵.

Na maior parte dos países, La Porta *et al.* (1998a) argumentam que prevalece uma estrutura de propriedade demasiadamente concentrada nas mãos de poucos acionistas majoritários, que pode levar à sobreposição entre propriedade-controle. O debate sobre agência passa do conflito proprietários-gestores para o embate majoritários-minoritários. Ocorre uma quebra importante de paradigma. Não é mais o proprietário que busca proteção contra o oportunismo do gestor, mas os minoritários que procuram proteção contra a expropriação de sua riqueza pelos majoritários.

⁴ O direito consuetudinário vigente nos países anglo-saxões, como Inglaterra e Estados Unidos. Lei não escrita, costumeira.

⁵ Direito civil, leis civis, leis que regulam os assuntos privados, método de legislação iniciado na Roma Antiga.

A expropriação de riqueza pelos majoritários, conforme estudo apresentado por Andrade e Rossetti (2004), é um conflito que ocorre principalmente em países em que a estrutura de propriedade é concentrada e o mercado de capitais é pouco desenvolvido, com pequena expressão em relação a outras formas de capitalização das empresas. Vale destacar que a situação prevalece na maior parte dos países emergentes.

Os diferentes modelos de governança corporativa foram estudados por Andrade e Rossetti (2004) e podem ser sintetizados e comparados entre os países, conforme apresentado no Quadro 2.

No modelo anglo-saxão, conforme apresentado por Becht *et al.* (2002), a captação de recursos das empresas é realizada preponderantemente pelo mercado de capitais, através da colocação de ações. A proteção legal aos acionistas minoritários é forte e existe efetivamente uma dispersão do direito de propriedade e controle, através de um grande número de acionistas. A estrutura de propriedade e de gestão são separadas. A discrepância de interesses está na relação entre acionistas e administradores. O principal mecanismo interno de governança corporativa é o conselho de administração, caracterizado por ser atuante, com foco no direito dos *shareholders*. Os mecanismos externos de governança, todavia, são mais efetivos e atuantes. É característica do modelo a elevada liquidez das ações.

O modelo alemão, segundo Becht *et al.* (2002), é identificado pela captação de recursos, que é estruturada através da emissão de dívida. A proteção legal aos acionistas minoritários é relativamente baixa e ocorre uma concentração do direito de propriedade e controle. A estrutura da propriedade e de gestão estão sobrepostas. O conflito de interesses ocorre na relação entre os financiadores/credores e os acionistas. O principal mecanismo interno de governança corporativa é o conselho de administração, caracterizado por ser atuante, com foco nas operações da empresa. Os mecanismos internos de governança são mais efetivos. É característica do modelo a baixa liquidez das ações.

O modelo japonês é avaliado por Becht *et al.* (2002) como também caracterizado pela captação de recursos através da emissão de dívida. A proteção legal aos acionistas minoritários é relativamente baixa e ocorre uma concentração do direito de propriedade e controle, com participações cruzadas. A estrutura da propriedade e a de gestão também são sobrepostas. O conflito de interesses acontece na mesma direção do modelo alemão. O principal mecanismo interno de governança corporativa é o conselho de administração. Também é característica do modelo a baixa liquidez das ações.

Andrade e Rossetti (2004) observam que a estrutura de propriedade e a de controle é concentrada nos países de origem latina e europeia, em que no modelo de governança, há a fraca proteção legal aos minoritários. O conflito de agência ocorre na relação entre acionistas majoritários e minoritários. As forças de governança dominantes são internas. Atuação do conselho de administração se dá na pressão por maior eficácia.

Finalmente, o modelo latino-americano de governança, conforme apresentado por Andrade e Rossetti (2004), é caracterizado por uma estrutura de propriedade e de controle familiar, concentradas. A estrutura de capitais dominante é de levantamento de recursos por emissão de dívida. O conflito de agência dominante é o da relação entre acionistas majoritários e minoritários. O modelo de governança é dotado de fraca proteção legal aos minoritários. As forças de controle dominantes são internas e a atuação do conselho de administração está vinculada à gestão.

Quadro 2: Variáveis determinantes dos modelos de governança corporativa

Variáveis Determinantes	Modelo/País ou região				
	Anglo-Saxão EUA, Reino Unido	Alemanha	Japão	Latino-europeu Espanha, França, Itália e Portugal	Latino-americano
Estrutura de Capital dominante	Ações	Dívida	Dívida	Indefinida	Dívida
Estrutura de propriedade e controle	Pulverizada	Concentrada	Concentrada com cruzamentos	Concentrada	Familiar e concentrada
Estrutura de propriedade e gestão	Segregadas	Unificadas	Unificadas	Unificadas	Unificadas
Conflitos de Agência	Acionistas – Gestores	Credores – Acionistas	Credores – Acionistas	Majoritários – Minoritários	Majoritários – Minoritários
Proteção legal aos minoritários	Forte	Baixa preocupação	Baixa preocupação	Fraca	Fraca
Conselho de administração	Atuação com ênfase nos direitos	Atuação com ênfase nas operações	Atuação com foco na estratégia	Pressões para maior eficácia	Vinculado com gestão
Forças de controle dominantes	Externas	Internas	Internas	Internas Mudando para externas	Internas

Fonte: Adaptação de Andrade e Rossetti (2004, p. 145)

Considerando os diferentes modelos de governança corporativa e as respectivas particularidades de cada modelo, organismos internacionais foram estruturados com interesse no estudo do tema.

2.1.5. Organismos internacionais para a promoção da governança corporativa

A governança corporativa, conforme apresentada nas seções anteriores, é um assunto estudado mundialmente. Não se trata de um modismo, mas uma preocupação com a evolução e o desenvolvimento das diversas economias e as integrações que estão sendo verificadas, como a formatação de grandes blocos econômicos integrados, companhias com presença mundial, resultados do processo de globalização.

Uma importante fonte de pesquisa do estágio atual do estudo da governança corporativa a nível mundial é o acervo de documentos produzidos pela OCDE – Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico.

A OCDE (2004)⁶ tem como finalidade a promoção de políticas com o propósito de se alcançar um elevado nível de crescimento econômico e de emprego sustentável nos países membros, com qualidade de vida crescente, contribuindo inclusive com a expansão do comércio mundial.

As melhores práticas de governança corporativa proferidas pela OCDE (2004) mostram não somente o conjunto dos entendimentos aceitos pelos países-membros. Considera-se também a experiência das economias fora da zona da OCDE, através de mesas redondas organizadas com a cooperação do Banco Mundial, do Fundo Monetário Internacional (FMI) e do Banco de Pagamentos Internacionais (BIS).

Um bom sistema de governança corporativa, na visão da OCDE (2004), deve proporcionar incentivos adequados para o alinhamento de interesses entre o órgão de supervisão, gestores e acionistas, devendo viabilizar uma fiscalização eficaz.

A adoção de um sistema de governança corporativa eficaz abrangente, nas empresas e na economia como um todo, segundo a OCDE (2004), contribui para o estabelecimento de uma confiança necessária ao funcionamento adequado de uma economia de mercado.

Os impactos apresentados pela OCDE (2004) são muito positivos, como a redução no custo de capital, que incentiva as empresas a usarem os recursos de forma mais eficaz e viabiliza o crescimento sustentável.

Foi feita, anteriormente, a exposição dos diferentes modelos de governança corporativa. Os princípios de governança corporativa estabelecidos pela OCDE podem ser avaliados como um modelo de convergência de interesses e estão apresentados no Quadro 3. Note-se uma relação convergente com os principais modelos de governança corporativa,

⁶ Os países membros de origem da OCDE(2004) são: Alemanha, Áustria, Bélgica, Canadá, Dinamarca, Espanha, Estados Unidos, França, Grécia, Holanda, Irlanda, Islândia, Itália, Luxemburgo, Noruega, Portugal, Reino Unido, Suécia, Suíça e Turquia. Posteriormente ocorreu a adesão do Japão, Finlândia, Austrália, Nova Zelândia, México, República Checa, Hungria, Polônia, Coreia e República Eslovaca

sobretudo o anglo-saxão. O referido modelo estabelece vários quesitos para monitorar os potenciais conflitos de agência entre acionistas e gestores e enfatiza a necessidade de viabilizar mecanismos para a proteção dos acionistas minoritários, inclusive prevendo formas de compensação no caso da violação dos direitos.

A pesquisa acadêmica realizada na presente dissertação permite constatar que diversos autores corroboram com os princípios de governança corporativa da OCDE. A base de sustentação de um sistema de governança corporativa é o sistema legal, que disciplina os direitos dos acionistas e as obrigações mínimas que devem ser respeitadas pelas empresas. A OCDE recomenda a adoção pelas empresas de uma política de divulgação de informações e de transparência, para levar ao conhecimento dos acionistas externos todos os dados que podem gerar algum impacto sobre o desempenho da empresa. Ao conselho de administração, é recomendado que as ações sejam realizadas com base em informações completas e no melhor interesse da empresa e dos acionistas.

Especificamente no Brasil, o desenvolvimento da governança corporativa é relativamente recente, conforme apresentado na próxima seção.

Quadro 3 Princípios de governança corporativa da OCDE

Princípios da OCDE	Características
Assegurar a base para um enquadramento eficaz da governança corporativa das sociedades	<ul style="list-style-type: none"> • mercados transparentes e eficientes; • conformidade com os princípios legais; • segregação clara de responsabilidades.
Diretos dos acionistas e funções fundamentais de exercício de direitos	<ul style="list-style-type: none"> • segurança nos métodos de registro da titularidade e transferência de ações; • regularidade na obtenção de informações relevantes sobre a sociedade; • participar e votar nas assembléias gerais de acionistas; • eleger e destituir os membros dos órgãos de administração; • participar nos lucros da sociedade.
Tratamento equitativo dos acionistas	<ul style="list-style-type: none"> • reparação efetiva por violação de direitos; • proibição de informação privilegiada e celebração abusiva de contratos entre pessoas relacionadas com a sociedade e a sociedade.
O papel dos outros sujeitos com interesses relevantes na governança corporativa	<ul style="list-style-type: none"> • os trabalhadores e seus órgãos representativos, devem poder comunicar livremente as suas preocupações sobre práticas ilegais ou contrárias aos princípios de ética ao conselho de administração, não devendo os seus direitos ser prejudicados por este fato.
Divulgação de informação e transparência	<ul style="list-style-type: none"> • divulgação correta e objetiva de todas as informações relevantes relativas à sociedade, notadamente no que diz respeito à situação financeira, desempenho, participações societárias e governança da empresa; • resultados financeiros e operacionais da empresa; • objetivos da empresa; • participações societárias relevantes e direitos de voto; • política de remuneração dos membros do conselho de administração e principais executivos; • informações sobre os membros do conselho de administração, incluindo suas qualificações, processo de seleção, outros cargos de direção da empresa, esclarecimentos sobre a independência do Conselho de administração; • transações com partes relacionadas; • fatores de risco previsíveis; • estruturas e políticas de governança; • auditoria anual por um auditor independente.
Responsabilidades do conselho de administração	<ul style="list-style-type: none"> • os membros do conselho 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; • funções fundamentais: apreciação e orientação da estratégia da sociedade; os principais planos de ação; a política de risco; os orçamentos anuais e os planos de negócios; definir objetivos de desempenho; fiscalizar a execução e o desempenho da empresa; supervisionar os gastos de capital, aquisições e alienações mais importantes; fiscalizar a eficácia das práticas de governança corporativa da sociedade e proceder a mudanças quando estas sejam necessárias; selecionar, compensar fiscalizar e, quando necessário, substituir os principais executivos e supervisionar o planejamento da substituição; harmonizar a remuneração dos principais executivos e dos membros do conselho de administração com os interesses de longo prazo da empresa e dos seus acionistas; garantir um processo formal e transparente para a nomeação e eleição do conselho de administração; fiscalizar e gerir potenciais conflitos de interesses entre os gestores, os membros do conselho de administração e os acionistas, incluindo o uso abusivo dos ativos da sociedade e abuso em transações com partes relacionadas; • juízo objetivo e independente sobre os negócios da sociedade

Fonte: Adaptado de OCDE (2004)

2.1.6. Governança corporativa no Brasil

2.1.6.1. Introdução

O contexto utilizado na presente dissertação, com o objetivo de melhor compreender o processo de desenvolvimento da governança corporativa no Brasil, está na fundamentação das mudanças políticas-econômicas observadas ao longo da década de 90, sobretudo no período compreendido após Plano Real, a partir de 1995.

Os grandes movimentos estratégicos que se desencadearam na economia brasileira a partir da década de 90 estiveram relacionados com a inserção do país na economia global. Houve um processo crescente de abertura econômica com a quebra de barreiras para a entrada de produtos, fim das reservas de mercado, privatizações, novos marcos regulatórios, enfim, uma liberalização da economia.

No decorrer dos anos de 1990, as privatizações proporcionaram forte impacto na economia brasileira através do Programa Nacional de Desestatização - PND. Na época, foram concentrados esforços na venda de estatais produtivas, pertencentes a setores estratégicos, com a inclusão de empresas siderúrgicas, petroquímicas e de fertilizantes.

A partir de 1995, com o início do governo Fernando Henrique Cardoso, iniciou-se uma nova fase da privatização. Os serviços públicos começaram a ser transferidos ao setor privado. Foram incluídos os setores elétrico, financeiro e as concessões das áreas de transporte, rodovias, saneamento, portos e telecomunicações.

A participação do capital estrangeiro foi bastante significativa no período 1995-2002 e atingiu 53% do total arrecadado com todas as desestatizações realizadas no Brasil. As empresas nacionais responderam por 26% da receita, cabendo 7% às entidades do setor financeiro nacional, 8% às pessoas físicas e 6% às entidades de previdência privada (BNDES, 2002).

Além dos impactos já relacionados, as modificações que ocorreram na economia brasileira, em linha com os movimentos globais de internacionalização do capital, produziram alterações importantes na reconfiguração do mercado de capitais e também nos padrões de governança.

No período compreendido entre 1994 a 2004, os investidores estrangeiros, os investidores institucionais e as instituições financeiras representaram mais de 70% do mercado de capitais (Andrade e Rossetti, 2004).

2.1.6.2. Desenvolvimento da governança corporativa

No mercado de capitais brasileiro, a preocupação com o tema governança corporativa motivou a constituição de entidades multilaterais, como instrumento para a promoção de troca de informações e experiências com entidades internacionais. E também para a difusão local das recomendações sobre as melhores práticas de governança corporativa. Entre as instituições, destaca-se o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), entidade sem fins lucrativos, fundado em 1995.

O IBGC (2004) defende que a governança corporativa é uma questão de política pública já que as privatizações e o crescimento da participação de investidores institucionais representam a confiança que é depositada cada vez mais na iniciativa privada como fonte de criação de empregos e renda.

A governança corporativa, segundo o IBGC (2004), terá papel de destaque como fonte de apoio ao setor privado, visando ao crescimento econômico e também para viabilizar a efetiva canalização de poupanças para novos investimentos.

O IBGC (2004) postula que a governança corporativa desempenha um papel relevante no processo de formação de mercados de capitais nacionais fortes, que atendam às

necessidades dos investidores, não apenas com relação a empresas existentes, mas também às exigências dos novos empreendimentos e setores empresariais do futuro.

O modelo empresarial brasileiro encontra-se num momento de transição (IBGC, 2004). A situação padrão inicial era caracterizada por um modelo dominado por oligopólios, empresas de controle e administração familiar, controle acionário definido e altamente concentrado, acionistas minoritários passivos e conselhos de administração sem poder de decisão. Está ocorrendo um processo de transição para um novo modelo de empresa, na qual os investidores institucionais participam da estrutura de controle, prevalece maior fragmentação do controle acionário e o foco de atuação da empresa está na eficiência econômica e na transparência de gestão.

2.1.6.3. Evidências empíricas da governança corporativa no Brasil

A governança corporativa no Brasil tem sido objeto de diversos estudos acadêmicos: Silva (2002) analisou os efeitos da estrutura de controle e propriedade no valor de mercado, estrutura de capital e política de distribuição de dividendos de empresas no Brasil; Silveira (2004) estudou se os mecanismos de governança das empresas brasileiras são exógenos⁷ e se exercem influência sobre o valor de mercado e a rentabilidade; em outro estudo Silveira (2002) avalia se o valor de mercado e o desempenho da empresa de capital aberto brasileira se relacionam com sua estrutura de propriedade; Leal e Silva (2005) elaboraram um índice para qualificar a governança corporativa e avaliaram as empresas brasileiras; Okimura (2003) investigou a relação entre a estrutura de propriedade e controle e o valor e desempenho das empresas não-financeiras privadas brasileiras. Os estudos relacionados buscam evidenciar a qualidade da governança corporativa com o desempenho da companhia, com a estrutura de propriedade e controle, com a independência do conselho de

⁷ Exógeno: que provém do exterior, que se produz no exterior (do sistema), ou que é devido a causas externas.

administração, com a presença de investidores institucionais como controladores além de diversas outras variáveis.

Mckinsey (2000) desenvolveu um estudo sobre governança corporativa nas maiores empresas brasileiras e analisou as características da estrutura de propriedade e liderança das empresas e a organização e as práticas dos conselhos de administração. O enfoque da pesquisa recaiu sobre conselheiros de 74 empresas brasileiras com faturamento superior a US\$ 250 milhões. A pesquisa evidenciou que o modelo de governança das empresas pesquisadas caracterizava-se por uma forte concentração da propriedade nas mãos de apenas alguns acionistas majoritários. Em geral, os três maiores acionistas possuíam, em média, 85% do total das ações ordinárias. Essa estrutura de propriedade resultava numa sobreposição entre propriedade e liderança executiva. Os membros do conselho representavam o interesse dos acionistas controladores ou majoritários. Os acionistas minoritários eram pouco ativos. Outro dado revelador tratava das estruturas e dos procedimentos de governança, os quais eram geralmente informais. No que tange a transparência da comunicação, a maioria dos membros do conselho considerava que o nível de comunicação com os mercados financeiros era satisfatório, já que não havia interesse em divulgar informações que consideram sigilosas aos concorrentes. De outro lado, os acionistas minoritários tinham opinião contrária, ou seja, achavam que a comunicação era insuficiente.

A pesquisa revelou ainda que estava ocorrendo uma mudança para um ambiente de maior profissionalismo, que impactava a estrutura de conselho e tinha outras conseqüências, como a melhoria na definição dos processos de negócios, a maior qualificação profissional de seus integrantes para lidar com questões estratégicas, com destaque para uma postura mais ativa dos acionistas minoritários.

Considerando o processo de evolução da governança corporativa, Mckinsey (2000) apresenta, conforme Quadro 4, quais seriam os elementos essenciais do chamado

modelo emergente de governança corporativa e quais características poderiam ser atribuídas a um modelo referenciado de mercado para empresas com pretensões de inserção global.

Quadro 4: Variáveis-chaves utilizadas em estudos de governança corporativa e características relevantes, em função do estágio de desenvolvimento do modelo de governança

Itens	Modelo Atual	Modelo Emergente	Modelo de Mercado
Estrutura de propriedade	<ul style="list-style-type: none"> elevada concentração controle familiar, compartilhado ou multinacional acionistas minoritários: direitos ainda não completamente reconhecidos acionistas minoritários pouco ativos 	<ul style="list-style-type: none"> elevada concentração controle familiar, compartilhado ou multinacional acionistas minoritários: direitos mais explícitos acionistas minoritários mais ativos 	<ul style="list-style-type: none"> maior dispersão do controle e da propriedade retenção de controle determinada pelo desempenho acionistas minoritários: consideração dos interesses acionistas minoritários muito ativos
Relação entre propriedade e gestão executiva	<ul style="list-style-type: none"> alta sobreposição 	<ul style="list-style-type: none"> sobreposição moderada 	<ul style="list-style-type: none"> baixa sobreposição
Estrutura do conselho	<ul style="list-style-type: none"> informal maioria de conselheiros internos 	<ul style="list-style-type: none"> formal balanço entre conselheiros externos e conselheiros internos 	<ul style="list-style-type: none"> formal maioria de conselheiros externos
Processos do conselho	<ul style="list-style-type: none"> pouca clareza na divisão dos papéis conselho/executivo nas empresas familiares processos não definidos envolvimento na estratégia e nas operações boa informação, mas não analisada 	<ul style="list-style-type: none"> clareza na divisão dos papéis conselho/executivo processos formais e bem definidos envolvimento na estratégia decisões eficientes 	<ul style="list-style-type: none"> processos formais e transparentes, com adequada comunicação com o mercado gerenciamento por desempenho
Pessoas	<ul style="list-style-type: none"> representantes dos acionistas majoritários nos conselhos escassez de profissionais capacitados remuneração como fator pouco relevante 	<ul style="list-style-type: none"> profissionalismo boa capacitação remuneração variável mais estendida 	<ul style="list-style-type: none"> executivos e conselho profissionais, contratados por critérios de competência e habilidades remuneração como fator importante, ligado ao desempenho

Fonte: Adaptado de Mckinsey (2000)

Sobre a estrutura de propriedade, os estudos desenvolvidos por Leal, Silva e Valadares (2002), Okimura (2003), Silva (2002) e Silveira (2002) também evidenciaram que a estrutura de propriedade no Brasil é predominantemente concentrada.

Silveira, Barros e Famá (2004) investigaram os fundamentos da qualidade da governança corporativa das companhias abertas brasileiras. O estudo considerou a hipótese de que as empresas participantes de um mesmo ambiente contratual podem apresentar alterações na qualidade da governança corporativa, em função das suas características. O estudo revelou que as variáveis relacionadas à estrutura de propriedade apresentaram os resultados mais importantes. Isso sugere que a concentração da estrutura de propriedade e de controle influencia a qualidade da governança corporativa. O estudo evidenciou que quanto maior o poder de voto do acionista controlador, pior a qualidade da governança corporativa. No que tange ao comportamento das ações, as empresas com melhor desempenho adotavam melhores práticas de governança. Finalmente constatou-se que as empresas maiores, com ADRs, apresentavam melhor nível de governança corporativa.

Em outro trabalho, Silveira (2002) investigou se a estrutura de governança corporativa foi relevante para as empresas brasileiras de capital aberto no período de 1998 a 2000. O estudo avaliou se as companhias que aderiram às recomendações do IBGC e da CVM alcançaram maior valor de mercado ou melhor desempenho, se comparadas às empresas que não seguiram as orientações. Os resultados demonstraram que as empresas nas quais pessoas distintas ocupavam os cargos de diretor executivo e de presidente do conselho de administração eram mais valorizadas pelo mercado. A independência do conselho, por outro lado, não apresentava relação significativa com as variáveis de valor e desempenho.

A pesquisa realizada por Santos e Rossetti (2002), que envolveu as 500 maiores empresas privadas que operavam no país, segundo levantamento da revista Exame – Melhores e Maiores, de junho/2000, evidenciou que em 63,5% das organizações existia um

modelo de governança plenamente formalizado, com acordo de acionistas e regras bem definidas de atuação do conselho de administração. Cerca de 23,0% das pesquisadas tinham modelos parcialmente formalizados e 13,5% declararam não possuí-lo.

2.1.6.4. Incentivos legais e institucionais (auto-regulação) para a governança corporativa

O aperfeiçoamento do modelo de governança corporativa das empresas no país ocorre por diversas iniciativas. O Brasil submeteu-se a um importante conjunto de reformas, que alteraram significativamente o cenário da governança corporativa nacional, com destaque para: a reforma na Lei das S.A.; o novo Código Civil; a criação do Novo Mercado pela Bolsa de Valores de São Paulo – Bovespa; as linhas de crédito especiais oferecidas pelo BNDES; as novas regras de investimento por parte de fundos de pensão e o projeto de reforma das demonstrações contábeis.

2.1.6.4.1. Governança corporativa e a reforma na Lei das S.A.

Conforme abordado pelo IBGC (2004), a Reforma da Lei das S.A., teve como objetivo principal o fortalecimento do mercado de capitais brasileiro e a obtenção de maior nível de credibilidade e transparência. A premissa utilizada na nova lei foi a de proporcionar um alinhamento de interesses para agregar valor na companhia, ou seja, quanto maior o equilíbrio entre os acionistas de uma companhia, maior é o seu valor.

A Reforma também trouxe, através da Medida Provisória nº 8 e do Decreto 3995, diversas modificações na Lei do Mercado de Valores Mobiliários (Lei 6.385/76). Conferiu à Comissão de Valores Mobiliários (CVM) maior autonomia para exercer seu poder de polícia do mercado de capitais e aumentou o papel do órgão na regulação e fiscalização do mercado financeiro. A Comissão passou a assumir funções anteriormente reservadas ao Banco Central

As principais inovações da reforma foram:

- Limitação para emissão de ações preferenciais;
- Aumento das vantagens atribuídas às ações preferenciais;
- Retorno do direito de recesso em determinadas hipóteses de cisão de companhia;
- Direito de eleger representante no conselho de administração;
- Explicitação das regras de atuação do conselho fiscal;
- Melhoria no processo de divulgação de informações para assembleias e alargamento de seu prazo de convocação;
- Oferta pública de aquisição obrigatória, por parte do adquirente do controle do capital de companhia aberta, das demais ações ordinárias;
- Fechamento de capital da companhia, que deverá ser feito mediante oferta pública formulada pelo controlador ou pela própria companhia com vistas a adquirir a totalidade das ações em circulação;
- Possibilidade dos estatutos sociais indicarem arbitragem como forma de solução dos conflitos entre a companhia e seus acionistas ou entre minoritários e controlador.

2.1.6.4.2. Governança corporativa e a Comissão de Valores Mobiliários-CVM

A CVM foi criada pela Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Possui atribuições relacionadas com o desenvolvimento, a regulação e a fiscalização do mercado de capitais (CVM, 2005), objetivando:

- Estímulo para a formação de poupança e sua aplicação em valores mobiliários;
- Expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações;

- Proteção dos titulares de valores mobiliários e dos investidores do mercado;
- Fiscalização para evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinada a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado;
- Transparência das informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido.

A Cartilha sobre recomendações de governança corporativa publicada pela CVM (2002) ressalta a importância da transparência, equidade de tratamento dos acionistas e prestação de contas como pilares de um bom nível de governança corporativa. A cartilha representa um estímulo do órgão regulador do mercado de capitais, visando à adoção de melhores práticas de governança corporativa pelas empresas que atuam no mercado brasileiro.

2.1.6.4.3. Governança corporativa e as iniciativas da Bolsa de Valores de São Paulo

A Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA lançou em 2001 os níveis diferenciados de governança corporativa. As empresas passaram a ser distinguidas em função dos padrões de governança adotados.

Posteriormente, em 2004, a BOVESPA (2004) criou uma nova modalidade de enquadramento das empresas de capital aberto, denominado Novo Mercado, destinado à negociação de ações emitidas por empresas que se comprometem de forma voluntária com a adoção de práticas de governança corporativa e *disclosure* adicional em relação ao que é exigido pela legislação.

A inserção de uma empresa no Novo Mercado representa a concordância com um conjunto de regras societárias, chamadas de "boas práticas de governança corporativa", mais rigorosas do que as presentes na legislação brasileira. Em resumo, essas regras ampliam

os direitos dos acionistas, melhoram a qualidade das informações prestadas pelas companhias e proporcionam maior segurança ao investidor. Determinam ainda a resolução de potenciais conflitos por meio de uma Câmara de Arbitragem.

O Quadro 5 apresenta as principais características dos níveis diferenciados de governança corporativa (Níveis 1 e 2) e o Novo Mercado.

Quadro 5: Características dos níveis diferenciados de governança corporativa – Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado

Nível 1	Nível 2 (*)	Novo Mercado (**)
<ul style="list-style-type: none"> • Manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% do capital; • Realização de ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital; • Melhoria nas informações prestadas trimestralmente, entre as quais a exigência de consolidação e de revisão especial; • Informar negociações de ativos e derivativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa; • Divulgação de acordos de acionistas e programas de stock options; • Disponibilização de um calendário anual de eventos corporativos; • Apresentação das demonstrações do fluxo de caixa. 	<ul style="list-style-type: none"> • Conselho de administração com mínimo de cinco membros e mandato unificado de um ano; • Balanço anual seguindo as normas do US GAAP ou IAS; • Extensão para todos os acionistas detentores de ações ordinárias das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia e de, no mínimo, 70% deste valor para os detentores de ações preferenciais; • Direito de voto aos portadores de ações preferenciais em algumas matérias, como transformação, incorporação, cisão e fusão da companhia e aprovação de contratos entre a companhia e empresas do mesmo grupo; • Obrigatoriedade de realização de uma oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação no Nível 2; • Adesão à Câmara de Arbitragem para resolução de conflitos societários. 	<ul style="list-style-type: none"> • Conselho de administração com mínimo de cinco membros e mandato unificado de um ano; • Balanço anual seguindo as normas do US GAAP ou IAS; • Extensão para todos os acionistas das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia; • Ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital; • Manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações representando 25% do capital; • Melhorias nas informações prestadas trimestralmente, entre as quais a exigência de consolidação e de revisão especial; • Obrigatoriedade de realização de uma oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação no Novo Mercado; • Informações de negociações envolvendo ativos e derivativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa; • Apresentação das demonstrações de fluxo de caixa; • Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado para resolução de conflitos societários.

Nota: (*) O Nível 2, contempla todas as características apresentadas no Nível 1

(**) O Novo Mercado contempla todas as características apresentadas no Nível 1 e Nível 2

Fonte: adaptado da Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA (2004)

Um novo segmento de mercado de balcão organizado para ingresso de empresas no mercado de capitais brasileiro foi criado pela BOVESPA (2005), denominado BOVESPA MAIS (Mercado de Ações para o Ingresso de SAs), no qual apenas podem aderir as companhias abertas com registro na CVM e que atendam a diversos requerimentos, apresentados no Quadro 6.

Quadro 6: Características do Bovespa Mais

BOVESPA MAIS
<ul style="list-style-type: none"> • Emissão somente de ações ordinárias e conversão de eventuais preferenciais em ordinárias; • Garantia do direito de <i>tag along</i> a todos os titulares de ações ordinárias, nas mesmas condições obtidas pelo acionista controlador vendedor, em caso de venda de controle; • Oferta pública de compra de ações pelo valor econômico em caso de fechamento de capital ou de saída do BOVESPA MAIS; • Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado para solução de conflitos societários; • Conselho de administração com mandato unificado de, no máximo, 2 anos; • Informações adicionais nos ITRs, DFPs e IANs, tais como: fluxo de caixa, consolidado trimestral, posições acionárias de administradores e controladores. Além disso, informações sobre contratos com partes relacionadas, negócios com as ações da empresa realizados pelos controladores e o calendário anual de eventos corporativos; • É vedada aos controladores e administradores a venda de ações por seis meses a partir da oferta inicial (<i>lock up</i>).

Fonte: adaptado da Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA (2005).

A BOVESPA criou um índice específico para medir o desempenho de uma carteira teórica composta por ações de empresas que aderiram às novas práticas de governança corporativa, do Nível 1 ou Nível 2 ou ao Novo Mercado. A base do Índice de Governança Corporativa (IGC) foi fixada em 1.000 pontos em 25 de junho de 2001. As ações que compõem a carteira do índice são ponderadas pela multiplicação de seu respectivo valor de mercado (considerando as ações disponíveis para negociação) por um fator de governança. Esse fator é igual a 2 para os papéis do Novo Mercado; 1,5 para os papéis do Nível 2; e 1 para os títulos do Nível 1.

Peixe (2003) desenvolveu um estudo para identificar se há indícios de que as empresas listadas no Nível 1 pretendem listar-se no Novo Mercado diretamente, ou através do Nível 2. A pesquisa concluiu que a motivação para as empresas participarem dos Níveis

Diferenciados de governança corporativa e do Novo Mercado parece ser a demanda dos investidores por transparência. A principal restrição das empresas em aderir aos requisitos de maior de governança é o compartilhamento do poder através das ações com direito a voto. A emissão de apenas ações ordinárias foi apontada como um obstáculo. As exigências de *tag along*, transparência e restrições ao uso de informações assimétricas foram consideradas atrativas.

A evolução dos principais índices de referência para o mercado de ações brasileiro, relacionados na Tabela 1, demonstra que os índices ITAG e IGC apresentaram no período de 2002 a 2005, 230% e 76% a mais de valorização do que o índice IBOVESPA no mesmo período, respectivamente. Conclui-se que o mercado de renda variável brasileiro valorizou as empresas mais alinhadas com os princípios de governança corporativa apresentados no Quadro 5.

Tabela 1: Evolução dos principais índices de referência do mercado de ações brasileiro

Índice	Retorno Acumulado			
	2002	2003	2004	2005
IBOVESPA⁸	97%	132%	197%	237%
IBX⁹	79%	132%	218%	262%
IBX50¹⁰	76%	123%	208%	250%
IGC¹¹	80%	148%	256%	313%
ITAG¹²	104%	219%	380%	467%

Fonte: BOVESPA (2006)

2.1.6.4.4. Governança corporativa e o ambiente regulatório das entidades fechadas de previdência complementar (fundos de pensão)

As atividades desenvolvidas pelas EFPCs (fundos de pensão) são reguladas e fiscalizadas pela Secretaria de Previdência Complementar (SPC), órgão subordinado ao Ministério da Previdência Social.

A SPC estabeleceu um intercâmbio com a OCDE e publicou um documento denominado “Quinze Princípios para Regulação dos Sistemas de Previdência Privada Fechada”, apresentado no Quadro 7. Embora esclareça que ainda não tenha adotado literalmente todos os princípios sugeridos pela OCDE, a SPC reconhece que os princípios

⁸ IBOVESPA: segundo a BOVESPA (2006), o Ibovespa é um indicador médio do comportamento do mercado de ações. A composição do índice procura aproximar-se o mais possível da real configuração das negociações à vista (lote-padrão) na BOVESPA. As ações integrantes da carteira teórica do Índice Bovespa respondem por mais de 80% do número de negócios e do volume financeiro verificados no mercado à vista (lote-padrão) da BOVESPA.

⁹ IBX: segundo a BOVESPA (2006), o IBX - Índice Brasil é um índice de preços que mede o retorno de uma carteira teórica composta por 100 ações selecionadas entre as mais negociadas na BOVESPA, em termos de número de negócios e volume financeiro. Essas ações são ponderadas na carteira do índice pelo seu respectivo número de ações disponíveis à negociação no mercado.

¹⁰ IBX50: segundo a BOVESPA (2006), o IBX-50 é um índice que mede o retorno total de uma carteira teórica composta por 50 ações selecionadas entre as mais negociadas na BOVESPA em termos de liquidez, ponderadas na carteira pelo valor de mercado das ações disponíveis à negociação. Ele foi desenhado para ser um referencial para os investidores e administradores de carteira, e também para possibilitar o lançamento de derivativos (futuros, opções sobre futuro e opções sobre índice). O IBX-50 tem as mesmas características do IBrX – Índice Brasil, que é composto por 100 ações, mas apresenta a vantagem operacional de ser mais facilmente reproduzido pelo mercado

¹¹ IGC: segundo a BOVESPA (2006), 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.

¹² ITAG: segundo a BOVESPA, o ITAG – Índice de Ações com Tag Along Diferenciado tem por objetivo medir o desempenho de uma carteira teórica composta por ações de empresas que ofereçam melhores condições aos acionistas minoritários, no caso de alienação do controle.

representam uma forte contribuição para a regulação do sistema de previdência complementar fechado.

O Quadro 7 revela que existe um forte incentivo para que o ambiente regulatório dos fundos de pensão brasileiros estabeleça um arcabouço de normas voltadas para a adoção de práticas de governança corporativa.

Quadro 7: Princípios para regulação do sistema de previdência complementar fechado

Área de interesse	Conteúdo
1 Estrutura regulatória adequada	Uma estrutura regulatória adequada para os fundos privados de pensão deve ser implementada de forma flexível, dinâmica e abrangente (levando-se em conta a complexidade dos sistemas de previdência), com vistas a assegurar proteção aos participantes de planos de benefícios, solidez aos fundos de pensão e estabilidade para a economia como um todo.
2 Regulação apropriada dos mercados financeiros	Uma aplicação diversificada dos ativos dos fundos de pensão, capaz de diluir riscos, requer um bom funcionamento do mercado de capitais e das instituições financeiras. O desenvolvimento de sistemas avançados para capitalização dos fundos de pensão deve caminhar em compasso com o fortalecimento da infra-estrutura do mercado financeiro e da estrutura regulatória (incluindo o desenvolvimento de novos instrumentos financeiros e novos mercados, como por exemplo mecanismos de proteção contra a inflação e de melhoria dos benefícios de aposentadoria).
3 Direitos dos participantes	O acesso aos fundos privados de pensão não deve ser discriminatório.
4 Adequação dos fundos privados	Avaliação correta da adequação dos fundos de pensão (riscos, benefícios, cobertura) deve ser promovida. A adequação deve ser avaliada levando-se em conta as várias fontes de financiamento previdenciário (sistemas de repartição, sistemas capitalizados, sistemas individuais de poupança).
5 Sistema regulatório e segregação patrimonial	Um sistema regulatório institucionalizado e funcional, com critérios contábeis, técnicos, financeiros e gerenciais adequados, deve ser aplicável aos fundos de pensão. O patrimônio dos fundos de pensão tem de estar legalmente segregado daquele do patrocinador.
6 Capitalização	Os fundos privados de pensão devem ser constituídos pelo regime de capitalização
7 Técnicas de cálculos	Métodos de cálculo apropriados para avaliação dos ativos e constituição de reservas, incluindo técnicas atuariais e regras de amortização, devem ser estabelecidos com base na transparência e na comparabilidade.
8 Supervisão	Supervisão eficaz dos planos e fundos de pensão deve ser estabelecida e focada na aderência às normas legais, no controle financeiro, no exame atuarial e na supervisão dos gerentes.
9 Auto-supervisão	Os serviços dos atuários independentes, das empresas custodiantes e dos conselhos fiscais devem ser promovidos dentro de uma estrutura regulatória apropriada.
10 Competição justa	A competição justa deve trazer benefícios aos participantes e permitir um desenvolvimento adequado do mercado de fundo de pensão
11 Investimento	Investimentos dos fundos de pensão devem ser adequadamente regulados. Isto inclui a necessidade de aplicação de um método de compatibilização entre ativo e passivo dos fundos, tanto no aspecto institucional quanto no funcional, e a consideração da relevância dos princípios relacionados à diversificação, dispersão, maturidade e equilíbrio financeiro. A regulação quantitativa e “o princípio da pessoa prudente” devem ser cuidadosamente avaliados, considerando os objetivos de segurança e rentabilidade dos fundos de pensão. Os investimentos na própria empresa patrocinadora devem ser limitados, a menos que existam salvaguardas adequadas. Deve ser promovida a liberalização da aplicação de recursos dos fundos de pensão em investimentos no exterior, sujeita aos princípios do gerenciamento prudente.
12 Mecanismos de seguro	A necessidade de seguro de insolvência e/ou outros mecanismos de garantia têm de ser devidamente avaliados.
13 Liquidação	Acordos (incluindo, quando necessário, prioridade de direitos creditórios para fundos de pensão) devem ser postos em prática para assegurar que as contribuições devidas ao fundo pelo empregador serão pagas em caso de sua insolvência.
14 Transparência	Transparência e informação apropriadas devem ser promovidas com base nas características dos custos e dos benefícios dos fundos de pensão, especialmente quando várias opções de planos são oferecidas
15 Governança corporativa	O papel da governança corporativa e a capacidade dos fundos de pensão devem ser considerados. Isto inclui: a adesão (por dispositivo estatutário ou não) aos princípios de governança; o impacto da participação ativa dos participantes no comportamento da entidade; e a governança dos próprios fundos de pensão e o papel dos administradores.

Fonte: adaptado de Secretaria de Previdência Complementar - SPC (2003).

O Conselho Monetário Nacional (CMN), através da Resolução N^o 3.121 e decisões posteriores, estabeleceu as diretrizes pertinentes à aplicação dos recursos dos planos de benefícios das EFPCs. Através de uma análise cuidadosa, nota-se que existe um interesse do órgão regulador em promover a aplicação dos princípios de governança corporativa nas EFPCs, sobretudo ao analisar o conteúdo mínimo exigido pela política de investimentos de qualquer entidade, conforme apresentado no Quadro 8.

Quadro 8: Conteúdo mínimo das políticas de investimento dos fundos de pensão

	Descrição
1	A política de investimento deve definir a alocação de recursos entre os diversos segmentos e carteiras, indicando os limites estabelecidos, de acordo com a estratégia de alocação de ativos e parametrizada com base nos compromissos atuariais.
2	A política de investimento deve estabelecer os objetivos específicos da gestão de cada limite estabelecido, diante das necessidades de cumprimento da taxa mínima atuarial como referência de rentabilidade e conseqüente determinação do ponto ótimo na curva de risco/retorno na alocação dos ativos.
3	A política de investimento deve definir os limites utilizados para investimentos em títulos e valores mobiliários de emissão e/ou coobrigação de uma mesma pessoa jurídica.
4	A política de investimento deve definir as condições para a realização de operações com derivativos e aos limites de atuação nos correspondentes mercados, se for o caso.
5	A política de investimento deve estabelecer os critérios para a contratação de pessoas jurídicas, autorizadas ou credenciadas nos termos da legislação em vigor para o exercício profissional de administração de carteira de renda fixa e/ou de renda variável, se for o caso, indicando os testes comparativos e de avaliação para acompanhamento de resultados e a diversificação de gestão externa dos ativos.
6	A política de investimento deve definir a estratégia de formação de preço ótimo no carregamento de posição em investimentos e nos desinvestimentos;
7	A política de investimento deve apresentar a avaliação do cenário macroeconômico de curto, médio e longo prazos, indicando a forma de análise dos setores a serem selecionados para investimentos.

Fonte: adaptado de Secretaria de Previdência Complementar - SPC (2003).

A Resolução CMN 3.121 e decisões posteriores incumbem diversas responsabilidades aos administradores das EFPCs, conforme apresentado no Quadro 9.

Quadro 9: Responsabilidades dos administradores das entidades fechadas de previdência complementar

Responsabilidades dos administradores das EFPC's
<ul style="list-style-type: none"> • Determinar a aplicação dos recursos dos planos de benefícios da entidade levando em consideração as suas especificidades, tais como as modalidades de seus planos de benefícios e as características de suas obrigações, com vistas à manutenção do necessário equilíbrio econômico-financeiro entre os seus ativos e o respectivo passivo atuarial e as demais obrigações, observadas, ainda, as diretrizes estabelecidas pelo Conselho de Gestão da Previdência Complementar (CGPC); • Zelar pela promoção de elevados padrões éticos na condução das operações relativas às aplicações dos recursos dos planos de benefícios da entidade

Fonte: adaptado de Secretaria de Previdência Complementar - SPC (2003).

A legislação estabelece que os recursos das EFPCs devem ser aplicados conforme as diretrizes estabelecidas pelos órgãos normativos, tendo presentes as condições de segurança, rentabilidade, solvência e liquidez. A alocação dos recursos é realizada por aplicações em segmentos de aplicação, nos mercados de renda fixa, renda variável, imóveis e empréstimos e financiamentos.

As EFPCs devem elaborar uma política de investimentos dos recursos dos seus planos de benefícios a ser aprovada anualmente pela diretoria executiva e pelo conselho de administração. As aplicações das EFPCs devem adicionalmente estar condizentes com diversos outros limites estabelecidos por normas de aplicação.

Especificamente sobre a alocação de recursos no segmento de renda variável, os investimentos são classificados em carteiras, cujos limites legais são especificados em função do nível de governança corporativa da empresa objeto de investimento, ilustrado no Quadro 10.

Quadro 10: Limites de investimento das entidades fechadas de previdência complementar no segmento de renda variável, considerando o nível de governança corporativa das ações

Carteira	Limite geral máx.	Sem governança (até)	Bovespa Mais (até)	Nível 1 (até)	Nível 2 (até)	Novo Mercado (até)
Ações em mercado	50%	35%	40%	45%	50%	50%
Participações	20%	Não Aplicável	Não aplicável	Não aplicável	Não aplicável	Não aplicável
Outros ativos	3%	Não Aplicável	Não aplicável	Não aplicável	Não aplicável	Não aplicável

Fonte: adaptado de Secretaria de Previdência Complementar - SPC (2006b).

A Resolução estabelece adicionalmente diversos limites para evitar concentração de operações financeiras em uma única contraparte¹³, o que obriga o fundo de pensão a nomear um administrador tecnicamente qualificado, responsável civil e criminalmente, pela gestão, alocação, supervisão e acompanhamento dos recursos dos planos de benefícios, bem como pela prestação de informações relativas à sua aplicação, sem prejuízo da responsabilidade solidária entre os demais administradores.

Diversas outras exigências de controle são solicitadas aos fundos de pensão, como a necessidade de contratação de agente custodiante para as atividades de custódia e controladoria, de auditoria independente, de controle e de avaliação de riscos, etc.

O governo, visando a estimular a adoção de melhores práticas de governança corporativa nas EFPCs, publicou o Decreto Nº 4.678, em 24 de abril de 2003, constituindo o Conselho de Gestão da Previdência Complementar (CGPC).

O CGPC é integrado por oito membros, representando os diferentes interesses relacionados com a matéria da previdência complementar: o ministro de Estado da Previdência Social, na condição de presidente; o secretário da Previdência Complementar do Ministério da Previdência Social; um representante da Secretaria de Previdência Social do

¹³ O total das aplicações em ações de uma mesma companhia não pode exceder:

- a) 20% (vinte por cento) do respectivo capital votante;
- b) 20% (vinte por cento) do respectivo capital total;
- c) 5% (cinco por cento) do total dos recursos dos planos de benefícios da entidade, podendo esse limite ser majorado para até 10% (dez por cento) no caso de ações representativas de percentual igual ou superior a 2% (dois por cento) do Ibovespa, do IBX, do IBX-50 ou do FGV-100;

Ministério da Previdência Social; um representante do Ministério da Fazenda; um representante do Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão; um representante dos patrocinadores e instituidores de EFPCs e um representante dos participantes e assistidos das EFPCs.

O CGPC tem a atribuição de estabelecer normas complementares para atendimento das EFPCs, nas mais diversas matérias de interesse da previdência complementar. Instituiu princípios, regras e práticas de governança, gestão e controles internos para as EFPCs, através da Resolução Nº 13, de outubro de 2004, determinando que compete à diretoria-executiva, ao conselho de administração, ao conselho fiscal e demais órgãos de governança eventualmente existentes o desenvolvimento de uma cultura interna que enfatize e demonstre a importância dos controles internos a todos os níveis hierárquicos da EFPC.

As EFPCs, conforme determinado pelo CGPC, devem adotar princípios, regras e práticas de governança, gestão e controles internos adequados ao porte, complexidade e riscos inerentes aos planos de benefícios por elas operados, de modo a assegurar o pleno cumprimento de seus objetivos, como a adoção de um manual de governança corporativa, que defina as relações entre órgãos estatutários da EFPC com participantes, assistidos, patrocinadores, instituidores, fornecedores de produtos e serviços, autoridades e outras partes interessadas.

O CGPC preocupou-se com as questões relacionadas ao *compliance* (conformidade legal), *accountability* (prestação responsável de contas), *disclosure* (mais transparência) e *fairness* (senso de justiça) das EFPCs.

2.2. Governança corporativa: evidências empíricas

2.2.1. Evidências empíricas sobre a governança corporativa e valor da empresa

Estudo conduzido pela McKinsey Company (MCKINSEY, 2000) contemplou entrevistas com diversos investidores na Europa, Ásia e América Latina para saber se os investidores estavam dispostos a pagar mais por uma empresa que adotasse práticas de governança corporativa e quanto seria esse “prêmio” pela governança. Os resultados revelaram que mais de 80% dos entrevistados estariam dispostos a pagar mais por uma empresa com práticas de governança corporativa. Destes, $\frac{3}{4}$ (três quartos) avaliaram a governança tão importante quanto o desempenho financeiro da companhia. Na América Latina, quase a metade dos entrevistados considerou a governança mais importante que o desempenho financeiro. O prêmio pela governança variou entre 18% a 28%, o que demonstra que a melhora nas práticas de governança pode trazer um aumento significativo no valor da ação da companhia no mercado.

Nova pesquisa foi realizada em 2002 pela McKinsey Company (MCKINSEY, 2002), com uma amostra de 200 investidores institucionais, responsáveis coletivamente por uma gestão de recursos da ordem de US\$ 2 trilhões. De forma generalizada, eles atribuíram importância para a governança corporativa para a tomada de decisão de realizar investimentos.

Gibson (2002) analisou o estágio atual da governança corporativa nos chamados mercados emergentes (Brasil, Chile, Índia, Coréia, Malásia, México, Taiwan e Tailândia). Para o autor, muitos investidores devem concordar que as empresas nos mercados emergentes geralmente são fechadas, de natureza familiar, que realizam um trabalho de menor qualidade visando aos interesses dos *shareholders* e que necessitam de melhores práticas de transparência e contabilidade. Em resumo, o estudo conclui que os investidores em países não

identificados com as boas práticas de governança corporativa deverão requerer uma compensação, através de elevadas expectativas de retorno ou desconto nos preços das ações, para investir nesses mercados.

Silveira, Barros e Famá (2003) investigaram a estrutura de governança das companhias abertas brasileiras entre 1998 e 2000, a fim de verificar sua relevância para o desempenho financeiro. O estudo considerou três variáveis de governança, referente à separação dos cargos de diretor executivo e presidente do conselho de administração, tamanho e independência do conselho de administração. A pesquisa evidenciou que as empresas que possuíam um conselho, de quatro a oito membros, apresentaram melhor desempenho financeiro.

2.2.2. Evidências empíricas sobre o grau de proteção do investidor e valor da empresa

No que se refere ao papel do governo para que as práticas de governança corporativa sejam implementadas pelas empresas, é necessário o estabelecimento de uma base jurídica, regulamentar e institucional adequada e eficaz em que todos os intervenientes do mercado possam confiar nas suas relações contratuais privadas. A proporção desejável de legislação, regulamentação, auto-regulamentação, normas de aplicação voluntária, etc. neste domínio irá, por conseguinte, variar de país para país e influenciar diretamente o valor da empresa, conforme demonstram diversos estudos desenvolvidos explanados a seguir.

Dyck e Zingales (2002) desenvolveram um estudo a respeito dos benefícios privados do controle, definido como a diferença entre o preço por ação pago pelo adquirente e o preço de mercado da empresa dias após o anúncio da operação. Enquanto que o preço por ação pago pelo adquirente reflete os benefícios privados de controle mais os direitos de fluxo de caixa sob a nova administração, o preço de mercado reflete apenas os benefícios de fluxo de caixa que os acionistas minoritários esperam receber sob a nova administração. O estudo

foi feito em 39 países e revelou que o prêmio de voto estava negativamente relacionado ao grau de proteção do investidor no país. Ou seja, em países nos quais o investidor não é bem protegido pelas leis, os controladores extraem largas parcelas de remuneração como benefícios privados do controle.

Nenova (2003) também realizou um estudo a respeito dos benefícios privados do controle que contemplou uma amostra de 661 empresas de 18 países. Os dados são de 1997. O benefício privado de controle é representado pelo valor dos votos dos acionistas controladores em detrimento dos demais acionistas. Os benefícios de controle, conforme apresentado por Nenova (2003) foram significativos e apresentaram uma amplitude muito grande entre os países que participaram da amostra. Países com um ambiente legal que provê maior proteção ao investidor, assim como um grande *enforcement*, permite menores benefícios de controle.

Sobre a proteção aos investidores, La Porta *et al.* (1998) publicaram um estudo procurando relacionar o desenvolvimento dos mercados de capitais em diferentes países com o grau de proteção aos direitos dos investidores. A amostra foi constituída por 49 países. Foram analisadas as leis do país, seu sistema jurídico e o efetivo cumprimento das leis (*enforcement*). O estudo revelou que os países com maior proteção aos direitos dos minoritários possuem maior capitalização de mercado, maior número de empresas e também um maior número de IPO's¹⁴ por milhão de habitantes. Concluiu-se que, quanto maiores forem as garantias dadas aos investidores (maior governança corporativa), mais desenvolvido será o mercado de capitais do país e mais fácil e mais barata a captação de recursos no mercado. La Porta *et al.* (1998) associam as diferenças de eficiência dos arranjos institucionais com relação às regras legais de proteção aos acionistas de empresas incorporadas, principalmente os acionistas minoritários, e às regras de proteção aos credores,

¹⁴ IPO - *Initial Public Offering*. É a oferta pública inicial de ações.

às diferentes origens do sistema legal. Mostram que os países que adotam a “*common law*” apresentam o sistema mais eficiente de proteção aos investidores enquanto que os que adotam “*French civil law*” têm o mais fraco. Os do tipo “*German civil law*” e “*Scandinavian civil law*” ficam em posição intermediária. Outra revelação do estudo de La Porta *et al.* (1998) é que a concentração da estrutura acionária nas grandes empresas está negativamente relacionada à proteção dos investidores, consistente com a hipótese de que a diversidade de pequenos acionistas não é importante em países que falham na proteção dos seus direitos.

La Porta *et al.* (1999) desenvolveram um estudo a respeito da proteção legal aos acionistas como um mecanismo fundamental para a governança corporativa. Uma forte proteção ao investidor talvez seja uma importante segurança ao direito de propriedade contra a interferência política em alguns países. Empiricamente, a forte proteção ao investidor está relacionada a uma efetiva governança corporativa, refletida na avaliação financeira promovida pelo mercado de capitais. Concluíram que a abordagem legal é essencial para o bom entendimento das práticas de governança entre os países.

La Porta *et al.* (1998a) estudaram a relação entre os instrumentos de proteção legal para os acionistas minoritários e a propriedade de fluxo de caixa na avaliação das empresas. Os autores modelaram essa relação e testaram suas principais proposições, como segue:

- em países com melhor proteção ao acionista minoritário há menos expropriação desses acionistas;
- maior propriedade de direitos de fluxo de caixa pelo acionista controlador está associada a menor expropriação dos acionistas minoritários;
- empresas em ambientes com melhores instrumentos legais devem ter Q de Tobin maiores;

- empresas com maior propriedade de direitos de fluxo de caixa pelo acionista controlador devem ter Q de Tobin maiores;
- empresas com melhores oportunidades de investimento devem ter Q de Tobin maiores.

Os testes realizados por La Porta *et al.* (1998a) confirmaram as proposições empiricamente.

Em outro estudo, Himmelberg *et al.* (2002) avaliaram o efeito do grau de proteção do investidor com o custo de capital das empresas. O estudo analisou o custo de capital das empresas de 38 países sob um modelo de conflito de agência entre os gestores internos e os acionistas externos. Argumentaram que, no equilíbrio, o custo marginal do capital é a média ponderada de termos que refletem tanto o risco idiossincrático como o risco sistemático. Uma proteção fraca ao investidor adiciona peso ao risco idiossincrático. O estudo estimou os determinantes do percentual de ações detidas pelos acionistas internos. E constatou que, como previsto, a fração depende dos meios de proteção do investidor. Em outras palavras, quanto mais fraca for a proteção ao investidor, maior é a participação de acionistas internos na estrutura acionária das empresas. Uma segunda constatação, considerada mais importante por Himmelberg *et al.* (2002), foi a correlação positiva entre a participação dos acionistas internos na estrutura acionária e o custo do capital, ou seja, quanto maior for a participação dos acionistas internos, maior é o custo de capital para a empresa.

2.3. O papel dos investidores institucionais

Os investidores institucionais, conforme apresentado por Monks e Minow (2004), representam o grupo que contempla o maior volume de recursos de capital no mundo. Argumentam que um dos principais elementos para a compreensão do estágio atual da governança corporativa passa pelo entendimento desse grupo.

2.3.1. Governança corporativa e o ativismo dos investidores

Para compreender o surgimento do movimento de ativismo dos investidores, é importante introduzir as razões históricas para o despertar da governança corporativa, com atenção específica para os conflitos de agência que surgem naturalmente no ciclo de vida das empresas.

As empresas nascem, em grande parte, como resultado de uma ação de seus fundadores, os quais acumulam inicialmente as funções de proprietários e gestores. O processo de evolução natural sugere que, se for bem-sucedida, a empresa tende a crescer. Com o passar dos anos, a sucessão de comando na empresa é uma ocorrência natural. Em algum momento a separação da propriedade e da gestão deverá acontecer. Assim, incorporam-se na organização os acionistas, que ficam afastados da administração diária dos negócios. O processo de evolução da empresa poderá ensejar a abertura de capital, que contribui para a dispersão crescente da propriedade, como ocorre nos EUA e no Reino Unido, países berços da moderna governança corporativa.

As práticas iniciais de governança corporativa foram estabelecidas como resposta a diversos problemas existentes nos EUA e no Reino Unido, nos assuntos referentes ao relacionamento entre os acionistas e as empresas, à constituição dos conselhos de administração e à atuação da diretoria executiva.

No relacionamento entre proprietários dispersos e não organizados e as empresas, observavam-se falhas e discontinuidades, principalmente pela desprezível participação dos minoritários nos processos decisórios, relacionamento conflituosos entre conselhos e direção, informações privilegiadas, etc.

Sobre os conselhos, Dalton *et al.* (1998) observaram que a atuação era figurativa, pois não agiam no sentido de defender os interesses dos proprietários acionistas, monitorando e controlando a direção. Muito pelo contrário, aprovavam matérias de interesses

particulares. Quando avaliada a atuação da diretoria executiva, segundo Dalton *et al.* (1998), os acionistas manifestavam crescente descontentamento em relação a diversas práticas:

- autobenefícios em escalas exageradas;
- gestão mais focada no curto prazo;
- estratégias defensivas;
- decisões com impactos significativos na empresa que não foram objeto de construção de um consenso.

Como resposta aos diversos problemas potenciais apresentados, os investidores institucionais passaram a assumir uma postura mais ativa. Conforme apresentado por Dalton *et al.* (1998), essa nova postura foi viabilizada pelo tamanho crescente do investidor institucional. O porte do investidor institucional contribuiu para a diminuição do problema de *free rider*¹⁵. Com o aumento de suas participações em determinada empresa, os benefícios de um monitoramento mais ativo compensavam os custos, mesmo que outros investidores também se beneficiassem. A postura mais ativa também ocorreu em decorrência das participações acionárias maiores e a conseqüente perda de liquidez, fatores que obrigaram os investidores a acompanharem o desempenho das empresas mais de perto.

Gillan e Starks (1997), em pesquisa desenvolvida sobre o movimento do ativismo, apresentam o entendimento de que o ativismo do acionista pode ser observado como uma seqüência contínua de reações ao desempenho das empresas. Dito de outro modo, a empresa com pior desempenho sugere um movimento de ativismo mais efetivo do que uma empresa que apresenta melhor desempenho. Observam Gillan e Starks (1997) que o interesse pelo movimento de ativismo coincidiu com o crescimento dos fundos de pensão norte-americanos ao longo das duas últimas décadas, os quais direcionaram parte relevante das aplicações na aquisição de ações, o que não surpreende o interesse pelo tema.

¹⁵ Free rider é considerado aquele agente econômico que pega “carona”, ou seja, beneficia-se da ação de outrem sem despendar esforços e/ou recursos.

Os fundos de pensão públicos, conforme apresentado por Gillan e Starks (1997), são os mais propensos ao ativismo. Embora os fundos de pensão privados não participem geralmente do movimento de ativismo, os administradores de recursos contratados, motivaram a saída de alguns gestores corporativos, em função de desempenho corporativo. Coincidentemente com o movimento de ativismo institucional, o Departamento de Trabalho dos Estados Unidos, conforme apresentado por Gillan e Starks (1997), começou a pressionar os fundos de pensão privados a assumirem uma função mais ativa em relação às ações que compunham a carteira, advogando que votassem por procuração ao invés de delegar ao gestor externo esse direito. Argumentaram que o direito do voto é um dever fiduciário do fundo de pensão. Apesar da pressão exercida pelo órgão governamental, os autores observam que os fundos de pensão privados possuem relutância no engajamento do movimento de ativismo contra outras corporações. Um dos argumentos para essa relutância é o medo de que o ativismo possa resultar em alguma retaliação para a empresa patrocinadora.

Black (1998) também observou que o ativismo é mais praticado por fundos de pensão patrocinados por empresas públicas. As evidências das pesquisas realizadas, observa Black (1998), demonstraram que o ativismo proporcionou modificações na estrutura de governança das empresas como, por exemplo, a eleição de membros independentes no conselho de administração. Todavia, evidências não foram encontradas a respeito de melhoria no desempenho das empresas como consequência do ativismo.

O ativismo dos investidores institucionais é abordado por diversos estudos. Smith (1996) analisou os resultados do ativismo promovido pelo fundo de pensão dos professores da Califórnia – CALPERS¹⁶, o maior fundo de pensão dos Estados Unidos, em 51 empresas. Ele avaliou os impactos na estrutura de governança das empresas, o retorno das ações e o desempenho das operações das empresas. O ativismo é mostrado por Smith (1996)

¹⁶ O Calpers foi o primeiro fundo de pensão a tornar-se participante na criação do *Council of Institutional Investors*, em 1984.

como um recurso de monitoramento das empresas. A hipótese adotada pelo autor é a de que o acionista racional irá promover o ativismo se acreditar que os benefícios esperados vão exceder os custos. A pesquisa revelou que: o desempenho do preço da ação e a probabilidade de uma empresa ser considerada como *target* para o ativismo estão inversamente relacionadas, em conformidade com a hipótese adotada no estudo; o ativismo contribuiu efetivamente para uma modificação progressiva na estrutura de governança das empresas investidas, de acordo com proposituras formuladas pelo CALPERS; os resultados do ativismo no preço das ações foi consistente com a hipótese de que o desempenho das empresas melhora quando adotados recursos para o alinhamento de incentivos; pouca evidência foi encontrada em relação à melhoria dos resultados operacionais das empresas.

Em outro estudo, Opler e Sokobin (1995) identificaram desempenho positivo no preço de ações como resultado de um movimento de ativismo coordenado pelo *Council of Institutional Investors (CII)*. Foi analisado o desempenho de 96 empresas em 1991, 1992 e 1993, antes e após a inclusão das organizações na lista de análise do CII. Ficou evidenciada a melhoria no desempenho das empresas logo após a inclusão na referida lista. O fato dá consistência à hipótese de que o monitoramento coordenado dos investidores institucionais é efetivo.

Bainbridge (2005) desenvolveu um estudo sobre a relação entre o ativismo dos acionistas e os investidores institucionais. Apontou que o comportamento do investidor institucional é diferente do comportamento dos acionistas tradicionais. Em função de possuírem grandes blocos de ações, e por terem incentivo para desenvolver conhecimento específico na estruturação e monitoramento de investimentos, os investidores institucionais podem adotar uma postura mais ativa nas empresas. O ativismo institucional, conforme apresentado por Bainbridge (2005), é raro e limitado primordialmente nos fundos de pensão estatais, patrocinados por empresas públicas federais, estaduais, municipais e sindicatos.

Daily *et al.* (1996) mostraram que o ativismo dos investidores institucionais, particularmente o dos fundos de pensão, obteve sucesso em modificar certos aspectos das empresas *targets*: insistir em conselhos de administração com mais membros externos à empresa; diretores independentes; eliminação de alguns recursos anti-*takeover*; separação do cargo de CEO do cargo de presidente do conselho de administração e fatores relacionados à remuneração dos executivos. Desenvolveram um estudo com 200 empresas, as quais contavam com 975 acionistas institucionais. Constataram que as empresas com mais investidores institucionais na composição acionária não gozaram de grande desempenho. Isso significa que não foram encontradas evidências de que as empresas que são *targets* dos investidores institucionais têm desempenhos superiores.

Wahal (1996) estudou a eficácia do ativismo dos fundos de pensão nas empresas *target* no período de 1987 a 1993 e não encontrou evidências de melhoria no desempenho das ações em longo prazo. Em contraste com outras instituições, os fundos de pensão não reduziram significativamente as ações de empresas com baixo desempenho. Os resultados, conseqüentemente, colocam em dúvida o movimento de ativismo dos fundos de pensão como um substituto ao mercado ativo de controle corporativo.

Carleton *et al.* (1998) analisaram os resultados das ações de ativismo promovidas pelo fundo de pensão TIAA-CREFF em 45 empresas, entre 1992 a 1996. As empresas-alvo para o ativismo foram selecionadas com base na relevância da participação societária do fundo de pensão e dos demais investidores institucionais. Outro critério foi o de selecionar as organizações que não deviam seguir os princípios de governança defendidos pela TIAA-CREFF. O relacionamento com a empresa-alvo foi promovido pelo diálogo objetivo. Apresentaram-se formalmente os motivos que levaram a empresa a ser selecionada como alvo do ativismo e os objetivos do fundo de pensão. O fundo de pensão TIAA-CREFF busca o estabelecimento de contratos com as empresas-alvo, efetuando posteriormente a

atividade de monitoramento. Carleton *et al.* (1998) avaliaram que 42 das 45 empresas-alvo acabaram celebrando um contrato com a TIAA-CREFF, atendendo às demandas e demonstrando que o fundo de pensão possuía habilidade em negociar privadamente. Sobre os impactos do ativismo no preço das ações, Carleton *et al.* (1998) não encontraram dados significantes de desempenho.

Analisando 20 pesquisas realizadas sobre os impactos do ativismo dos acionistas nas empresas, Karpoff (2001) observa que os resultados apresentados são discrepantes. Enquanto alguns estudos evidenciam que o ativismo proporcionou impacto no desempenho e na estrutura de governança da empresa, outros apontam na direção oposta. Para Karpoff (2001), o ativismo pode focar metas distintas. O ativismo dos acionistas pode ter o objetivo de monitoramento, quando a intenção é incentivar o gestor a tomar ações visando à melhoria do desempenho da empresa. E pode querer intimidar, quando efetua uma intervenção na empresa e prejudica o gerenciamento e o desempenho da organização. Karpoff (2001) exemplifica com o fundo de pensão que tenta interferir na gestão da empresa. Argumenta que a interferência não irá produzir resultados positivos, pois falta competência e conhecimento para poder melhorar as decisões tomadas pelos gestores. Outro problema relacionado aos fundos de pensão é a miopia de foco nos resultados de curto prazo, em detrimento da saúde da empresa no longo prazo. O autor aponta ainda que os acionistas ativistas podem ter outros objetivos, que não estão vinculados com a maximização do valor das ações. Karpoff (2001) buscou justificativas para as discrepâncias de resultados entre as pesquisas. Notou que foram realizadas em períodos de tempo diferentes, utilizaram tamanhos de amostras distintos e examinaram tipos de eventos discrepantes. Observou que os resultados do ativismo são avaliados de seis maneiras diferentes: pelo aumento no valor das ações; pelo aumento nos números reportados nos relatórios gerenciais de desempenho; pela modificação na estrutura de operação ou gestão; pelas providências demandadas pelos ativistas e atendidas

pela empresa; por algumas ações efetuadas pela empresa e atribuídas à pressão dos acionistas; pela proposta formulada dos acionistas e apoiada por elevada votação. Independentemente das restrições apontadas por Karpoff (2001), foi possível sumarizar as evidências encontradas nas 20 pesquisas avaliadas:

- as empresas que atraíram o ativismo eram grandes e possuíam uma estrutura acionária composta por participação elevada de investidores institucionais. Evidências foram encontradas de que essas empresas tinham pior desempenho;
- os ativistas tiveram sucesso em estimular algumas empresas a adotar mudanças limitadas na estrutura de governança. O sucesso ocorreu em escala crescente no tempo;
- o ativismo proporcionou retornos desprezíveis e estatisticamente insignificantes no valor das ações no curto prazo;
- os anúncios de negociações entre acionistas ativistas e empresas *target* estavam associados a um incremento no valor das ações;
- o ativismo proporcionou retorno anormal positivo e negativo na empresa *target*;
- o ativismo não está associado a uma subsequente mudança no desempenho operacional da empresa, investimentos em capital, pagamentos de dividendos, mudanças no cargo de presidente da empresa, alterações na forma de remuneração do presidente da empresa ou probabilidade de mudança de controle.

Jesus (2004) identificou e analisou os elementos que contribuíram para a formação dos mecanismos de governança corporativa adotados pela Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil (PREVI) em relação às empresas em que o fundo detém

participação acionária relevante. O desenvolvimento dos mecanismos de governança corporativa ocorreu gradualmente, estimulado pelo crescimento do patrimônio da entidade e a conseqüente maior participação na estrutura acionária das empresas de capital aberto. Jesus (2004) mostra que, a partir de 1991, a PREVI iniciou uma política visando a participar em conselhos de administração e fiscal de empresas nas quais tinha uma participação relevante do capital. Em decorrência do crescimento do número de assentos em conselhos, a entidade avaliou a necessidade de aperfeiçoamento dos mecanismos de governança relacionados ao acompanhamento e à participação na gestão das empresas e de orientação/controlar dos representantes indicados como membros dos conselhos.

A Previ, segundo Jesus (2004), passou a adotar uma postura mais ativista, demandando a elaboração de acordos de acionistas, formação de blocos de controle e utilização de instrumentos do mercado de capitais como opção para entrar, permanecer ou retirar-se das empresas. Embora os objetivos traçados não tenham sido alcançados na totalidade, Jesus (2004) apresenta alguns exemplos de sucesso na estratégia de ativismo adotada pela Previ, como na Companhia Vale do Rio Doce, na Embraer, na Acesita e na Perdigão, empresas que experimentaram um crescimento no valor de mercado. Jesus (2004) aponta que a Previ estabeleceu premissas básicas para a realização de investimentos em participações acionárias. O fundo de pensão selecionou empresas que tivessem boas expectativas de recebimento de dividendos, fossem capazes de financiar os investimentos com capital próprio e tivessem atuação em mercados consolidados, canais de exportação abertos e desenvolvidos, presença marcante no seu setor de atuação, liderança de mercado, qualidade de produtos e tecnologia avançada, elevado nível gerencial e uma sólida estrutura patrimonial.

O ativismo é observado por organismos multilaterais. Como evidencia a OCDE (2004), na qualidade de acionistas, os investidores institucionais de alguns mercados exigem, de forma crescente, uma voz ativa na governança das empresas.

Embora os acionistas minoritários não procurem normalmente exercer os seus direitos de participação na estrutura de governança das empresas, a OCDE (2004) observa que poderão estar muito preocupados com a obtenção de um tratamento equitativo por parte dos acionistas dominantes e dos gestores.

Uma vez que os investidores institucionais estão exercendo maior poder para o aperfeiçoamento da governança corporativa, o *International Corporate Governance Network – ICGN* (2003) formulou uma declaração sobre os deveres fiduciários desses investidores em relação aos seus beneficiários e às suas participações.

A declaração do ICGN (2003) postula que os acionistas institucionais devem contribuir para apoiar e aperfeiçoar a governança corporativa das empresas em que realizam investimentos, através de ações apropriadas, como:

- praticar uma comunicação construtiva com o conselho de administração sobre políticas e práticas de governança;
- manifestar preocupações específicas ao conselho;
- propor agendas para as assembleias e exercer plenamente o direito de voto;
- apresentar candidatos à eleição para o conselho;
- propor investigação quando houver evidências de sua necessidade;
- atuar junto a órgãos reguladores para o desenvolvimento e aplicação das melhores práticas de governança.

O ICGN (2003) manifestou entendimento de que os acionistas institucionais também devem prestar contas aos participantes, informando sobre a política de governança adotada, diretrizes de voto, como as empresas são monitoradas etc.

Outros organismos multilaterais também manifestam posições semelhantes. Ao considerar que os investidores podem ter diferentes objetivos, a OCDE (2004), através dos princípios de governança corporativa, não defende uma estratégia de investimento em

particular, nem tampouco indica o grau de participação ideal do investidor. A organização incentiva a adoção de posturas pró-ativas na defesa dos interesses de milhares de participantes, que são representados pelos investidores institucionais. A OCDE (2004) afirma que é cada vez mais comum a realização de investimentos em ações pelos investidores institucionais. A eficácia e a credibilidade de todo o sistema de governança das sociedades e de supervisão das empresas irão depender, em grande medida, dos investidores institucionais exercerem, com conhecimento de causa, os seus direitos de acionistas e desempenharem efetivamente as suas funções nas empresas em que investem.

Embora tal princípio não obrigue os investidores institucionais a exercerem os seus direitos de voto, requer a divulgação da forma como exercem os seus direitos inerentes à titularidade de ações. O não-exercício dos direitos inerentes à titularidade das ações poderia resultar em prejuízos para milhares de participantes, que devem, por isso, ser alertados para a política a ser seguida pelos investidores institucionais.

Em alguns países, a exigência de divulgação das políticas de governança das sociedades ao mercado é bastante pormenorizada. Inclui registros para estratégias explícitas relativamente às circunstâncias em que a instituição poderá intervir numa empresa, à abordagem que adotará nessa intervenção e à forma como avaliará a eficácia da estratégia.

Em vários países, os investidores institucionais estão obrigados a revelar os próprios registros de votação. Nos países que não impõem tal obrigação, essa atuação é considerada como uma prática de governança e implementada com base numa atitude de “aplicação ou explicação”.

3. Metodologia da pesquisa

Depois de apresentar o referencial teórico e comentar os resultados das pesquisas desenvolvidas pelos autores citados, se fará agora uma pesquisa empírica, através da análise de dados do tipo seção-cruzada. O propósito é gerar conhecimentos para contribuir no aprimoramento da literatura acadêmica.

A pesquisa é de natureza quantitativa. Considera-se que tudo o que se pretende pesquisar pode ser quantificável, o que significa traduzir em números opiniões e informações para classificá-las e analisá-las (GIL, 2002). O fundamento do estudo está na realização de uma pesquisa descritiva, conforme proposto por Gil (2002), visando a proporcionar maior familiaridade com o problema para torná-lo explícito através da construção de hipóteses.

Será utilizada a regressão múltipla, com o objetivo de utilizar as variáveis independentes para prever os valores da variável dependente.

3.1. Problema de pesquisa, objetivo e hipóteses

O objetivo geral da pesquisa é analisar a relação entre a participação societária dos fundos de pensão e a governança corporativa das empresas de capital aberto negociadas na BOVESPA.

Como objetivos específicos, a pesquisa é dedicada para:

- A construção de um índice para mensurar a qualidade da governança corporativa das empresas de capital aberto, tendo como base o modelo de Silveira (2004);
- Construir uma variável relativa à participação consolidada dos fundos de pensão brasileiros nas empresas de capital aberto negociadas na BOVESPA;

- Analisar a influência da participação societária dos fundos de pensão brasileiros sobre a governança corporativa das empresas de capital aberto negociadas na BOVESPA;
- Analisar a influência da governança corporativa das empresas de capital aberto negociadas na BOVESPA sobre a participação societária dos fundos de pensão brasileiros.

Os estudos programados para responder aos objetivos específicos da pesquisa demandam múltiplas definições sobre a variável dependente e as variáveis independentes.

No terceiro objetivo específico, a qualidade da governança corporativa representa a variável dependente, enquanto que a participação acionária dos fundos de pensão corresponde a uma das variáveis independentes. Em resumo, a reflexão relevante é avaliar se a qualidade da governança corporativa pode ser explicada pela existência da participação acionária dos fundos de pensão, entre outras variáveis.

O quarto objetivo específico é o inverso do primeiro. A participação acionária dos fundos de pensão representa a variável dependente, enquanto que a qualidade da governança corporativa corresponde a uma das variáveis independentes. Em particular, o objetivo é avaliar se a participação acionária dos fundos de pensão é explicada pela qualidade da governança corporativa, entre outras variáveis.

Para responder aos objetivos específicos do problema de pesquisa, será utilizado o método proposto por Silveira (2004, p.27). Para o autor, o questionamento relevante para a determinação da qualidade da governança corporativa é o seguinte: “Que fatores observáveis fazem com que uma empresa tenha melhor governança corporativa do que outra submetida a um mesmo ambiente contratual?”.

Para a orientação do processo de investigação, foram formuladas diversas hipóteses:

$H_{0,1}$ (hipótese nula 1): Não existe relação entre a participação societária dos fundos de pensão e o nível de governança corporativa das empresas de capital aberto negociadas na BOVESPA.

$H_{1,1}$ (hipótese alternativa 1): Existe relação positiva entre a participação societária dos fundos de pensão e o nível de governança corporativa das empresas de capital aberto negociadas na BOVESPA.

Para a mensuração da qualidade da governança corporativa, Silveira (2004, p.85) argumenta que, com base na pesquisa de literatura realizada, com destaque para os trabalhos de Klapper e Love (2002), foram identificados diversos fatores a serem testados, que fundamentam e determinam o nível de governança corporativa:

“oportunidades futuras de crescimento, natureza da operação, tamanho da empresa, emissão de ADRs (*American Depositary Receipts*), adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa, estrutura de propriedade, desempenho corporativo, setor de atividade, identidade do acionista controlador e índice de *payout*”.

As variáveis determinantes da qualidade da governança corporativa, são apresentadas no Quadro 11.

Quadro 11: Possíveis determinantes da governança corporativa

Determinante da governança corporativa	Justificativa	Código da variável
Participação acionária dos fundos de pensão(**)	O ativismo dos fundos de pensão contribui para a melhoria da governança das empresas que recebem investimentos desse tipo de investidor. Em contrapartida, é possível que a elevada participação societária dos fundos pensão, na qualidade de grandes acionistas, possa servir como um mecanismo substituto à qualidade da governança corporativa.	PART
Oportunidades futuras de crescimento(*)	Quanto mais oportunidades futuras de crescimento a empresa tiver, mais recursos ela precisará captar e, portanto, melhor nível de governança corporativa (GC) deverá apresentar para facilitar a captação de recursos (KLAPPER e LOVE, 2002)	CREC
Natureza da operação(*)	Quanto mais intangível for a atividade da empresa, maior será o risco de os recursos serem desviados (mais difícil é a monitoração dos investimentos nos ativos intangíveis). Portanto, melhor deverá ser a GC da empresa para compensar essa característica das suas operações (HIMMELBERG <i>et al.</i> , 1999)	TANG
Tamanho da empresa(*)	O sentido da relação entre qualidade da GC e tamanho não é claro de antemão. Por um lado, empresas maiores podem ter mais custos de agência decorrentes do fluxo de caixa livre, necessitando de boas práticas de GC para mitigar esse problema. Além disso, possuem mais recursos para implementar boas práticas de GC. Por outro lado, as empresas menores tendem a crescer mais e, portanto, a necessitar de capital. Desta forma, ambas possuem incentivos para adotar boas práticas de GC (KLAPPER e LOVE, 2002)	Log(REC)
Emissão de ADR(*)	As empresas que emitem ADRs têm de se enquadrar a padrões mais rígidos de GC e devem apresentar, em média, melhor qualidade da GC do que as outras do seu país de origem (KLAPPER e LOVE, 2002).	ADR
Adesão aos níveis de GC da Bovespa(*)	As empresas que aderem aos níveis diferenciados de GC da Bovespa têm de se enquadrar a padrões mais rígidos de transparência e GC e devem apresentar, em média, melhor GC.	BOV
Estrutura de propriedade (OWN)(*)	O sentido da relação entre o nível de GC e as variáveis de estrutura de propriedade não é claro de antemão. Quanto maior o percentual de ações ordinárias (CON) em posse do controlador, em tese maior a possibilidade de expropriação dos acionistas externos. Por um lado, isso poderia levar a um pior nível de GC em decorrência da concentração do direito de controle. Entretanto, poderia fazer com que a empresa adotasse melhores práticas de GC como forma de compensar a maior possibilidade de expropriação. Em relação ao percentual do total de ações (PROP) em posse do controlador, quanto maior esse percentual, em tese menor a possibilidade de expropriação. Essa situação poderia levar a um melhor nível de GC como decorrência da maior participação do controlador nos direitos sobre o fluxo de caixa, mas também poderia acarretar um pior nível relativo de GC, haja vista que a própria participação do controlador no capital total poderia ser percebida como um mecanismo de governança que diminuiria a necessidade de a empresa adotar melhores práticas. Em relação à diferença entre direito de controle e direitos sobre o fluxo de caixa (DIF), quanto maior esta diferença, em tese maior a probabilidade de expropriação dos acionistas externos, aplicando-se o mesmo raciocínio da concentração do direito de controle (CON)	CON PROP DIF
Desempenho (DESEMP)(*)	Quanto melhor o desempenho da empresa, melhor a GC esperada da empresa em virtude da menor expropriação dos acionistas externos (refletida nos resultados obtidos).	Q VF LOAT LOPAT LAJIRDA
Indústria(*)	O setor de atividade pode ter influência sobre a governança corporativa. Setores mais regulamentados podem ter obrigação de se adequarem a melhores práticas de GC, por exemplo.	IND

Continua na página seguinte.

Continuação do Quadro 11: Possíveis determinantes da governança corporativa

Determinante da governança corporativa	Justificativa	Código da variável
Identidade do acionista(*)	O tipo de acionista controlador (privado nacional, estrangeiro, estatal, etc.) pode ter influência sobre o nível de GC da empresa. Empresas estatais, por exemplo, podem ser obrigadas a adotar melhores práticas de GC por determinação do governo	IDENT
Índice de payout(*)	Espera-se que empresas com melhores práticas de GC, <i>ceteris paribus</i> , apresentem maiores índices de payout. Isto seria decorrência da presença de menores benefícios privados do controle, que reduziriam a probabilidade de expropriação dos minoritários e aumentariam o interesse dos controladores em distribuir os resultados por meio do pagamento dos dividendos.	PAYOUT
Participação da empresa no IBOVESPA(***)	Se a ação da empresa faz parte da composição do índice Bovespa (IBOVESPA), poderá fazer parte das carteiras dos fundos de pensão que definiram como <i>benchmark</i> o IBOVESPA, <i>ceteris paribus</i> .	PIBO
Participação da empresa no IBX(***)	Se a ação da empresa faz parte da composição do índice IBX, poderá fazer parte das carteiras dos fundos de pensão que definiram como <i>benchmark</i> o IBX, <i>ceteris paribus</i> .	PIBX

Nota : (*) variáveis independentes construídas por Silveira (2004)

(**) variável independente inserida pelo autor, no modelo proposto por Silveira(2004)

(***) variável de controle inserida pelo autor, no modelo proposto por Silveira (2004)

Considerando a qualidade da governança corporativa como variável dependente, o modelo geral de pesquisa é definido como:

$$IGOV_i = \alpha + \beta_1 PART_i + \beta_2 PIBO_i + \beta_3 PIBX_i + \beta_4 CREC_i + \beta_5 \log(REC)_i + \beta_6 TANG_i + \beta_7 ADR_i + \beta_8 BOV_i + \beta_9 OWN_i + \beta_{10} DESEMP_i + \beta_{11} PAYOUT_i + \sum_{j=1}^{17} \delta_j IND_{ji} + \sum_{l=1}^5 \gamma_l IDENT_{li} + \varepsilon_i \quad (1)$$

Para a Equação 1, i representa a i -ésima empresa e ε_i representa o termo de erro. Considerando a literatura pesquisada, espera-se que os coeficientes tenham significância estatística, obedecendo aos sentidos abaixo apresentados:

- $\beta_4, \beta_7, \beta_8, \beta_{10}, \beta_{11} > 0$;
- $\beta_6 < 0$;
- não existe sinal esperado para $\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_5, \beta_9$;
- δ_j, γ_j são coeficientes relativos às diversas variáveis binárias; não existe um sinal esperado de antemão.

Efetuada uma alteração na Equação 1, e considerada a participação acionária dos fundos de pensão como variável dependente, o modelo geral de pesquisa é definido como

$$PART_i = \alpha + \beta_1 IGOV_i + \beta_2 PIBO_i + \beta_3 PIBX_i + \beta_4 CREC_i + \beta_5 \log(REC)_i + \beta_6 TANG_i + \beta_7 ADR_i + \beta_8 BOV_i + \beta_9 OWN_i + \beta_{10} DESEMP_i + \beta_{11} PAYOUT_i + \sum_{j=1}^{17} \delta_j IND_{ji} + \sum_{l=1}^5 \gamma_l IDENT_{li} + \varepsilon_i \quad (2)$$

Para a Equação 2, i representa a i -ésima empresa e ε_i representa o termo de erro. Considerando a literatura pesquisa, espera-se que os coeficientes tenham significância estatística, obedecendo aos sentidos, abaixo apresentados:

- $\beta_1 > 0$;
- $\beta_6 < 0$;
- não existe sinal esperado para $\beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5, \beta_7, \beta_8, \beta_9, \beta_{10}, \beta_{11}$;
- δ_j, γ_j são coeficientes relativos às diversas variáveis binárias; não existe um sinal esperado de antemão.

A razão da definição dos dois modelos gerais de pesquisa refere-se à possibilidade de ocorrência da causalidade reversa. A qualidade da governança corporativa pode ser explicada pela participação societária dos fundos de pensão ou a participação societária dos fundos de pensão pode ser explicada pela qualidade da governança corporativa.

3.2. Definição operacional das variáveis

3.2.1. Participação societária dos fundos de pensão nas empresas de capital aberto brasileiras

Para a verificação da carteira de investimentos dos fundos de pensão (EFPCs) no segmento de renda variável, o estudo utilizou dados secundários, através do Demonstrativo Analítico de Investimentos e Enquadramento de Aplicações (DAIEA) introduzido pela Secretaria de Previdência Complementar (SPC).

O DAIEA apresenta detalhadamente a posição dos investimentos. Contempla os investimentos feitos diretamente pelas EFPCs e os efetivados através de instituições financeiras contratadas pelas EFPCs para a realização de gestão de recursos terceirizada, conforme apresentado no Quadro 12.

A utilização do DAIEA como fonte das informações secundárias para a composição do segmento de renda variável das EFPCs possibilita um nível superior de precisão dos dados da pesquisa. Alternativamente, a composição acionária das EFPCs poderia ser obtida diretamente das EFPCs, todavia com riscos de ensejar o problema de viés de seletividade da amostra.

Quadro 12: Composição da carteira de renda variável das entidades fechadas de previdência complementar

<i>Sigla</i>	<i>Nome</i>	<i>Descrição</i>
EFPC	Entidade fechada de previdência complementar	Código Numérico identificando a entidade fechada de previdência complementar
EMS	Código do emissor	Identificação do código da empresa emissora da ação
ATV	Código do ativo	Identificação do código do ativo emitido pela empresa emissora
QTD3	Quantidade	Quantidade de ações existentes na carteira de ações em 31/12/2003
QTD4	Quantidade	Quantidade de ações existentes na carteira de ações em 31/12/2004

Fonte: Secretaria de Previdência Complementar

A variável que representa a participação societária dos fundos de pensão nas empresas de capital aberto ($PART_i$) foi calculada pela somatória da quantidade de ações detidas por todos os fundos de pensão em cada código de ativo específico, dividida pelo número total de ações de cada empresa.

3.2.2. Qualidade da governança corporativa

A qualificação do nível de governança corporativa foi mensurada através da construção de um Índice de Governança Corporativa ($IGOV_i$), de acordo com o exemplo de Silveira (2004), que calcula o índice a partir de um conjunto de 20 perguntas binárias e objetivas, apresentadas no Quadro 13, cujas respostas foram obtidas exclusivamente a partir de dados secundários.

As respostas positivas foram pontuadas e geraram um índice de governança entre 0 e 20.

Quadro 13: Questões para elaboração do Índice de Governança Corporativa

<i>Dimensão da governança corporativa</i>	<i>#</i>	<i>Perguntas para construção do Índice de Governança Corporativa</i>
Acesso às informações	1	É possível obter o Relatório Anual (RA) da Companhia via Internet?
	2	O <i>website</i> dispõe de documentos relativos à governança corporativa?
	3	O <i>website</i> dispõe de apresentações para analistas ou dados que possibilitem projeções operacionais e financeiras da empresa?
	4	O <i>website</i> é bilíngüe e possui uma seção de Relações com Investidores?
	5	O website apresenta a estrutura acionária em detalhes, além das atas das últimas reuniões do conselho de administração?
Conteúdo das informações públicas	6	O RA inclui uma seção específica dedicada à implementação de princípios de governança corporativa?
	7	O RA, <i>website</i> ou algum outro documento explicam a remuneração global dos executivos?
	8	Os demonstrativos são apresentados em US-GAAP ou IAS-GAAP?
	9	O RA, <i>website</i> ou algum outro documento incluem uma seção com estimativas de lucros ou projeções de retornos financeiros (ROA, ROE, etc.)?
Estrutura do conselho de administração	10	O RA, <i>website</i> ou algum outro documento corporativo apresentam o valor adicionado/destruído pelo negócio no período com base em alguma medida de lucro econômico?
	11	Os cargos de diretor executivo e presidente do conselho de administração são ocupados por pessoas diferentes?
	12	A empresa possui um conselho de administração com 5 a 9 membros?
	13	Mais do que 80% do conselho de administração é composto por conselheiros externos?
	14	O conselho de administração possui mandato unificado de um ano?
Estrutura de propriedade e controle	15	A empresa possui qualquer tipo de comitê do conselho de administração, evidenciado em informações públicas ? (Estatuto Social, Relatório Anual, website, etc.)?
	16	A empresa emite apenas ações com direito a voto (ON)?
	17	As ações preferenciais correspondem a menos do que 50% do total de ações?
	18	O(s) controlador(res) possui(em) menos do que 70% do total de ações ordinárias?
	19	O excesso (DIF) de direitos de controle (%ON) em relação aos direitos sobre o fluxo de caixa (%TA) do controlador é menor do que 23%?
	20	A empresa concede <i>tag along</i> aos detentores de ações preferenciais?

Fonte: adaptado de Silveira (2004, p. 99).

3.2.3. Oportunidades futuras de crescimento

A variável que representa as oportunidades futuras de crescimento (CREC) foi calculada pelo percentual acumulado do aumento da receita operacional dos últimos 3(três) anos, em conformidade com o exemplo de Silveira (2004).

3.2.4. Natureza da operação

A variável que representa a natureza da operação (TANG) foi calculada pelo ativo imobilizado bruto dividido pela receita operacional líquida, em valores nominais, no término do exercício social, em conformidade com o exemplo de Silveira (2004).

3.2.5. Tamanho da empresa

A variável que representa o tamanho da empresa (Log(REC)) foi calculada em termos nominais pelo logaritmo da receita operacional líquida da empresa no término do exercício social, conforme proposto por Silveira (2004).

3.2.6. Emissão de ADRs

A variável que representa a emissão de ADR (ADR) assume o valor igual a 1 se a empresa possui ADR e 0 em caso negativo, em conformidade com o exemplo de Silveira (2004).

3.2.7. Adesão aos níveis de governança corporativa da BOVESPA

Em conformidade com o exemplo de Silveira (2004), a variável que representa a adesão aos níveis de governança corporativa da BOVESPA (BOV) assume o valor igual a 1 se a empresa está listada nos níveis diferenciados de governança corporativa e 0 em caso negativo.

3.2.8. Estrutura de propriedade e controle

Em conformidade com o exemplo de Silveira (2004), a estrutura de propriedade (OWN_i) e controle é representada por 3 variáveis:

- Direito de controle (CON), calculado pelo percentual de ações ordinárias detidos pelo(s) acionista(s) controlador(es);
- Direito sobre o fluxo de caixa (PROP), calculado pelo percentual do total de ações detidas pelo(s) acionista(s) controlador(es);
- Disparidade entre direitos (DIF), calculada pela diferença entre CON e PROP

3.2.9. Desempenho

Em conformidade com o exemplo de Silveira (2004), o desempenho é representado por 5 variáveis:

- $Q_de_Tobin = \frac{VMAO + VMAP + DIVT}{AT}$, onde VMAO = valor de mercado das ações ordinárias; VMAP = valor de mercado das ações preferenciais; DIVT = passivo circulante, adicionado do exigível a longo prazo e estoques, subtraído o ativo circulante; AT = ativo total;
- Valor da empresa (VF), calculado por aproximação pela Económica, através da equação

$$VF = VMAO + VMAP + DBCP + DBLP + FINCP + FINLP + ACC - DICP,$$
 onde DBCP = debênture de curto prazo; DBLP = debênture de longo prazo; FINCP = financiamento de curto prazo; FINLP = financiamento de longo prazo; ACC = adiantamento de contrato de câmbio; DICP = disponibilidade e investimentos de curto prazo;
- LOPAT, calculado pelo lucro operacional próprio dividido pelo ativo total;
- LOAT, calculado pelo lucro operacional dividido pelo ativo total;

- LAJIRDA, calculado pelo lucro antes dos juros, imposto de renda, depreciação e amortização, dividido pelo ativo total.

3.2.10. Indústria

Em conformidade com o exemplo de Silveira (2004), o setor industrial é uma variável (IND_i) representada por 18 categorias. Tem o valor igual a 1 quando a empresa assume um setor específico e 0 se pertencer a um outro setor.

3.2.11. Identidade do acionista controlador

Em conformidade com o exemplo de Silveira (2004), a identidade do acionista controlador é representada por diversas variáveis binárias, apresentadas a seguir:

- O controle da sociedade é de propriedade privada estrangeira ($IDENT_1$);
- O controle da sociedade é de propriedade privada nacional, detido por investidores não ligados à família fundadora da empresa ($IDENT_2$);
- O controle da sociedade é de propriedade de empresa nacional holding ($IDENT_3$);
- O controle da sociedade é de propriedade de empresa estrangeira holding ($IDENT_4$);
- O controle da sociedade é de propriedade de empresa estatal holding ($IDENT_5$);
- O controle da sociedade é de propriedade estatal ($IDENT_6$).

3.2.12. Índice de payout

O índice de payout representa os dividendos pagos por ação em termos nominais no final do exercício social e foi obtido junto ao sistema Economatica, em conformidade com o exemplo de Silveira (2004).

3.2.13. Participação da empresa no IBOVESPA

A variável que representa a participação da ação no IBOVESPA ($PIBO_i$) é binária. Assume o valor de 1 quando a empresa faz parte da composição do IBOVESPA e zero quando não participa.

3.2.14. Participação da empresa no IBX

A variável que representa a participação da ação no IBX ($PIBX_i$) é binária. Assume o valor de 1 quando a empresa faz parte da composição do IBX e zero quando não participa.

3.3. População, amostragem e coleta de dados

A amostra do estudo é composta pelas empresas de capital aberto negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA que apresentaram um nível de liquidez anual calculado pelo sistema Economatica maior que 0,001% no período compreendido entre janeiro de 2004 e abril de 2005, inclusive.

O índice de liquidez mede o nível de negociação do papel em relação ao mercado em que é transacionado e é dado pela equação $IL = \left[\left(\sqrt{\frac{n}{N} * \frac{v}{V}} \right) * \frac{P}{P} \right] * 100$, onde:

- IL = Índice de Liquidez;
- n = número de negócios com a ação verificados no mercado à vista (lote-padrão) no período analisado;

- N = número total de negócios registrados no mercado à vista (lote-padrão) da BOVESPA no período analisado;
- v = volume financeiro gerado pelos negócios com a ação no mercado à vista (lote-padrão) no período analisado;
- V = volume financeiro total registrado no mercado à vista (lote-padrão) da BOVESPA no período analisado;
- p = número de pregões do período analisado em que se constatou pelo menos 1 negócio com a ação no mercado à vista (lote-padrão);
- P = número total de pregões ocorridos no período analisado.

Aplicando-se o critério apresentado para o cálculo do Índice de Liquidez, foi selecionada uma amostra composta por 119 empresas, de uma população formada por 298 organizações, exposta na Tabela 2.

Tabela 2: Relação das empresas que compõem a amostra

<i>Seq.</i>	<i>Empresa</i>	<i>IL</i>	<i>Seq.</i>	<i>Empresa</i>	<i>IL</i>	<i>Seq.</i>	<i>Empresa</i>	<i>IL</i>
1	Telemar-Tele NL Par PN	7,491	41	Ipiranga Pet PN	0,457	81	Tim Sul PNB	0,054
2	Petrobras PN	6,057	42	Klabin PN	0,443	82	Seara Alim PN	0,052
3	Vale Rio Doce PNA	3,953	43	Souza Cruz ON	0,434	83	Iochp-Maxion PN	0,046
4	Usiminas PNA	3,556	44	Suzano Bahia Sul PNA	0,405	84	Eternit ON	0,046
5	Sid Nacional ON	2,986	45	CCR Rodovias ON	0,403	85	Forjas Taurus PN	0,045
6	Gerdau PN	2,453	46	Pao de Acucar PN	0,394	86	Dasa ON	0,044
7	Eletrobras PNB	2,290	47	Cesp PN	0,379	87	AES Tiete ON	0,041
8	Embratel Part PN	2,228	48	Comgas PNA	0,342	88	Alpargatas PN	0,037
9	Bradesco PN	2,223	49	Transmissao Paulist PN	0,332	89	Porto Seguro ON	0,037
10	Telesp Cel Part PN	2,104	50	Confab PN	0,257	90	Cosipa PN	0,033
11	Bco Itau Hold Finan PN	2,104	51	Tele Leste Celular PN	0,253	91	Sanepar PN	0,031
12	Cemig PN	2,067	52	Loj Americanas PN	0,252	92	Sudameris ON	0,028
13	Caemi PN	2,009	53	Unipar PNB	0,246	93	Telebras Remanesc PN	0,026
14	Brasil Telecom PN	1,776	54	Ultrapar PN	0,221	94	Mundial PN	0,025
15	Ambev PN	1,672	55	Belgo Mineira PN	0,198	95	Plascar PN	0,025
16	Braskem PNA	1,400	56	Ripasa PN	0,193	96	Avipal ON	0,023
17	Net PN	1,394	57	Natura ON	0,183	97	AES Elpa ON	0,021
18	Tele Centroeste Cel PN	1,096	58	Fosfertil PN	0,173	98	Mangels PN	0,016
19	Brasil T Par PN	1,035	59	Paranapanema PN	0,171	99	Aubos Trevo PN	0,016
20	Copel PNB	1,007	60	Weg PN	0,166	100	Varig PN	0,015
21	Acesita PN	0,984	61	Light ON	0,155	101	Albarus ON	0,015
22	Embraer PN	0,976	62	Suzano Petroquim PN	0,150	102	Wetzel PN	0,014
23	Telemar Norte Leste PNA	0,961	63	Gol PN	0,143	103	Metal Leve PN	0,014
24	Itausa PN	0,951	64	Coteminas PN	0,137	104	Acos Villares ON	0,014
25	Sid Tubarao PN	0,950	65	ALL America Latina PN	0,130	105	Embraco PN	0,013
26	Votorantim C P PN	0,880	66	Tractebel ON	0,117	106	Bardella PN	0,013
27	Sabesp ON	0,777	67	Marcopolo PN	0,109	107	EMAE PN	0,013
28	Telemig Celul Part PN	0,745	68	Randon Part PN	0,102	108	LightPar ON	0,013
29	Aracruz PNB	0,737	69	Inepar Construcoes PN	0,101	109	Tele Nordeste Celul ON	0,013
30	Tim Participacoes PN	0,730	70	Bombriil PN	0,090	110	Fertibras PN	0,012
31	Brasil ON	0,706	71	Ipiranga Ref PN	0,082	111	Inds Romi PN	0,012
32	Unibanco UnN1	0,694	72	Copesul ON	0,076	112	Ideiasnet ON	0,012
33	Gerdau Met PN	0,680	73	Duratex PN	0,073	113	Chapeco ON	0,011
34	Sadia SA PN	0,653	74	Grendene ON	0,071	114	Polialden PN	0,011
35	Celesc PNB	0,639	75	Tele Sudeste Celula PN	0,071	115	Politeno PNB	0,011
36	Bradespar PN	0,626	76	Magnesita PNA	0,068	116	Tim Nordeste PNB	0,011
37	CRT Celular PNA	0,537	77	Tele Norte Celular PN	0,067	117	Supergasbras PN	0,011
38	Eletropaulo Metropo PN	0,496	78	Coelce PNA	0,066	118	J B Duarte PN	0,010
39	Perdigao PN	0,482	79	CPFL Energia ON	0,065	119	Guararapes ON	0,010
40	Telesp Operac PN	0,469	80	Ferbasa PN	0,065			

Fonte: Econômica

A composição do Índice de Governança Corporativa para as empresas listadas anteriormente foi realizada no último trimestre de 2005. Considerando a defasagem de tempo ocorrida entre a composição do Índice de Liquidez e o Índice de Governança Corporativa, constatou-se que algumas empresas passaram por processos de fusão e/ou fechamento de capital, o que ensejou na redução da amostra para cerca de 110 empresas.

A amostra utilizada é definida como não probabilística ou não aleatória, ou seja, pode, ou não, ser representativa da população em estudo (MAROCO, 2003). Esse fato impossibilita a generalização dos resultados para a população.

O desenvolvimento do trabalho de pesquisa demandou a realização de consultas em diversas fontes de dados secundários. Para proporcionar melhor compreensão ao leitor, é apresentado no Quadro 14 as variáveis utilizadas no estudo e as respectivas fontes de informações.