

**CENTRO UNIVERSITÁRIO POSITIVO
PRÓ-REITORIA DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA
PROGRAMA DE MESTRADO EM ADMINISTRAÇÃO
ÁREA DE CONCENTRAÇÃO: ORGANIZAÇÕES, EMPREENDEDORISMO E
INTERNACIONALIZAÇÃO**

DISSERTAÇÃO DE MESTRADO

**A ADESÃO AO NOVO MERCADO E A GERAÇÃO
DE VALOR ÀS ORGANIZAÇÕES**

AUTORA: REGINA APARECIDA DA SILVA DE AZEVEDO

**CURITIBA
2007**

Livros Grátis

<http://www.livrosgratis.com.br>

Milhares de livros grátis para download.

REGINA APARECIDA DA SILVA DE AZEVEDO

**A ADESÃO AO NOVO MERCADO E A GERAÇÃO
DE VALOR ÀS ORGANIZAÇÕES**

**Dissertação apresentada como requisito
parcial à obtenção do grau de Mestre, Curso
de Mestrado em Administração, do Centro
Universitário Positivo - UnicenP.**

Orientador: Prof. Dr. Luiz Hamilton Berton

**CURITIBA
2007**

AGRADECIMENTOS

À minha família, pela compreensão nos momentos de minha ausência e pelo incentivo a continuar estudando e me aperfeiçoando naquilo que eu acredito para a minha vida profissional, por todo amor e carinho!

Aos meus amigos do Mestrado da turma de 2005, por todo apoio, incentivo e amizade!

Ao Professor Dr. Luiz Hamilton Berton, pela orientação, pelo incentivo a não desistir nos momentos de fraqueza, devido às turbulências vividas no dia-a-dia ao longo da execução do trabalho, por sua compreensão e por toda ajuda e motivação!

Ao Professor Dr. Clóvis L. Machado da Silva, pela sua firmeza e convicção, que faz com que os alunos entendam as dificuldades, as enfrentem sejam quais forem os obstáculos para a conclusão daquilo que se propuseram!

A todos os Professores do Mestrado em Administração do Unicenp, da turma de 2005, que tanto abrilhantaram a minha vida me transmitindo o conhecimento!

RESUMO

Este trabalho tem por objetivo verificar se adesão ao Novo Mercado e a adoção das práticas de governança corporativa agregam valor às organizações. Optou-se pelo estudo comparativo, por meio da análise dos resultados dos indicadores econômico, financeiro e de mercado de sete empresas que pertencem ao Novo Mercado da BOVESPA em dois períodos distintos: o primeiro definido como anterior ao Novo Mercado e a governança corporativa que compreendeu os anos de 1998 a 2001 e o segundo período delimitado como 2002 a 2006. A seleção das empresas foi feita pelo *site* da BOVESPA e a coleta dos indicadores por meio do sistema Económica para os períodos definidos. O resultado da análise dos indicadores demonstra que houve agregação de valor às organizações no período considerado pós-Novo Mercado e governança corporativa, e que este resultado pode estar relacionado com as melhores práticas de governança corporativa. Para esta correlação, também foram considerados os resultados do IGC (Índice de Governança Corporativa), criado pela BOVESPA para medir as empresas pertencentes aos níveis diferenciados de listagem, entre eles o Novo Mercado, que apresentou índice de 73,92% desde janeiro de 2006, comparado com 63,33% do IBOVESPA, índice que mede as empresas do mercado tradicional de ações da BOVESPA.

Palavras-chave: Governança Corporativa; Novo Mercado; Agregação de Valor.

ABSTRACT

The Proposal of this study is to verify if the adherence to the New Market of BOVESPA and the adoption of the best practices of Corporate Governance, added value to the organizations. It was decided for a comparative study, analyzing the results of the economic, financial and market indicators of seven companies which pertain to the New Market. Two periods of time were defined to the analysis, where the first one considered as the period before New Market and Corporate Governance refers to the years from 1998 to 2001 and the second period limited from 2002 to 2006. The companies selection was done through the BOVESPA homepage and the indicators results were extracted from the Economatica system for the periods defined. The results of the analysis shows that the value of those companies increased in the second period, defined as the period after New Market and Corporate Governance. These results could be related to the adoption of best practices of corporate governance and with the results of IGC created by BOVESPA to measure the companies in the differentiated levels and New Market of BOVESPA, which presents the percentage of 73,92% since January 2006, compared to 63,33% of IBOVESPA which measure others companies pertained to the traditional market of BOVESPA.

Key-words: Corporate Governance; New Market; Value Added

LISTA DE TABELAS

1	NÚMERO DE EMPRESAS LISTADAS NOS SEGMENTOS DIFERENCIADOS DA BOVESPA.....	46
2	PARTICIPAÇÃO DAS EMPRESAS LISTADAS NOS SEGMENTOS DIFERENCIADOS NO VALOR E NO VOLUME NEGOCIADO NA BOVESPA.....	47
3	EVOLUÇÃO COMPARATIVA DOS ÍNDICES IBOVESPA E IGC.....	48
4	ÍNDICE EBITDA POR AÇÃO, NAS EMPRESAS DO NOVO MERCADO, NO PERÍODO DE 1998 A 2006	70
5	ÍNDICE EBITDA EM REAIS, NAS EMPRESAS DO NOVO MERCADO, NO PERÍODO DE 1998 A 2006	70
6	ÍNDICE LUCRO POR AÇÃO, NAS EMPRESAS DO NOVO MERCADO, NO PERÍODO DE 1998 A 2006	71
7	MARGEM LÍQUIDA, NAS EMPRESAS DO NOVO MERCADO, NO PERÍODO DE 1998 A 2006	72
8	ÍNDICE RENTABILIDADE DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO, NAS EMPRESAS DO NOVO MERCADO, NO PERÍODO DE 1998 A 2006.....	73
9	ÍNDICE DO CDI NO PERÍODO DE 1998 A 2006	74
10	CUSTO DO CAPITAL DE TERCEIROS, NAS EMPRESAS DO NOVO MERCADO, NO PERÍODO DE 1998 A 2006.....	76
11	ÍNDICE SELIC DO PERÍODO 1998 A 2006.....	76
12	ÍNDICE DO MVA, NAS EMPRESAS DO NOVO MERCADO, NO PERÍODO DE 1998 A 2006	78
13	LUCRO/PREÇO POR AÇÃO, NAS EMPRESAS DO NOVO MERCADO, DO PERÍODO 1998 A 2006	79
14	ÍNDICE DO EVA, NAS EMPRESAS DO NOVO MERCADO, NO PERÍODO DE 1998 A 2006.....	81

LISTA DE QUADROS

1	OBJETIVOS E PRINCÍPIOS BÁSICOS DA GOVERNANÇA CORPORATIVA DEFINIDOS PELO IBGC.....	19
2	UMA SÍNTESE DAS MELHORES PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA RECOMENDADAS PELO IBCG	20
3	RAZÕES ADICIONAIS DETERMINANTES DO DESPERTAR DA GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	25
4	INTERESSES LEGÍTIMOS DOS DIFERENTES GRUPOS DE STAKEHOLDERS	28
5	CONDIÇÕES DIFERENCIADORAS DAS CONCEPÇÕES, DOS PROCESSOS E DAS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	30
6	RECOMENDAÇÕES DA CVM SOBRE GOVERNANÇA CORPORATIVA	38
7	RECOMENDAÇÕES DA CVM SOBRE GOVERNANÇA CORPORATIVA	38
8	FUNDAMENTOS E OBJETIVOS DO NOVO MERCADO E DOS NÍVEIS DIFERENCIADOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA	39
9	REAÇÕES DAS EMPRESAS A REQUISITOS EXIGIDOS NA MIGRAÇÃO PARA LISTAGENS DIFERENCIADAS	47

LISTA DE FIGURAS

1	UMA SÍNTESE DAS RAZÕES DETERMINANTES DO DESPERTAR E DO DESENVOLVIMENTO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	26
2	CATEGORIAS ANALÍTICAS DA PESQUISA.....	65

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	9
1.1	FORMULAÇÃO DO PROBLEMA	12
1.2	DEFINIÇÃO DOS OBJETIVOS DA PESQUISA	14
1.2.1	Objetivo Geral	14
1.2.2	Objetivos Específicos	14
1.3	JUSTIFICATIVA TEÓRICA E PRÁTICA	14
2	BASE TÉORICO-EMPÍRICA	16
2.1	GOVERNANÇA CORPORATIVA - FUNDAMENTAÇÃO	16
2.1.1	Principais Conceitos	16
2.1.2	Abrangência	18
2.1.3	Despertar da Governança Corporativa e a Diversidade de Modelos	21
2.1.4	Principais <i>Stakeholders</i> – Interesses e Objetivos	27
2.1.5	Complexidade das Práticas de Governança	29
2.2	A GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL	31
2.2.1	O Ambiente Externo	36
2.2.1.1	Marcos legais e as recomendação da CVM	36
2.2.1.2	BOVESPA – níveis diferenciados de governança	39
2.2.1.2.1	Nível 1 de Governança Corporativa	40
2.2.1.2.2	Nível 2 de Governança Corporativa	42
2.2.1.2.3	Novo Mercado	44
2.2.1.2.4	Efeitos da Migração para as Listagens Diferenciadas	45
2.2.1.3	Boa Governança - pressões dos investidores institucionais	48
2.2.2	O Ambiente Interno	49
2.2.3	O Modelo Brasileiro de Governança Corporativa	50
2.3	INDICADORES DE DESEMPENHO	51
2.3.1	Indicadores Financeiros	51
2.3.1.1	Índices de liquidez	52
2.3.1.2	Índices de rentabilidade	53
2.3.1.3	Indicadores de estrutura e endividamento	54

2.3.2	Indicadores de Mercado.....	56
2.3.2.1	<i>EP – Economic Profit</i>	56
2.3.2.2	<i>EVA – Economic Value Added</i>	57
2.3.2.3	<i>SVA – Shareholder Value Analysis</i>	59
2.3.2.4	<i>MVA – Market Value Added</i>	60
2.3.2.5	Lucro/Preço	62
3	METODOLOGIA	63
3.1	ESPECIFICAÇÃO DO PROBLEMA.....	64
3.1.1	Perguntas de Pesquisa	64
3.1.2	Categorias Analíticas do Estudo	64
3.2	DELIMITAÇÃO E DESENHO DA PESQUISA.....	66
3.2.1	Delineamento da Pesquisa	66
3.2.2	População e Amostragem	66
3.2.3	Dados – Fonte, Coleta e Tratamento	67
3.3	LIMITAÇÕES DO ESTUDO	68
4	APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS DADOS	70
5	CONCLUSÃO E RECOMENDAÇÕES	86
	REFERÊNCIAS	89
	ANEXO A - CÓDIGO PREVI	93
	ANEXO B - MODELO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA PRATICADO NO BRASIL	95

1 INTRODUÇÃO

O presente capítulo apresenta as condições básicas da pesquisa, a discussão sobre o problema de pesquisa que motivou o estudo, a elaboração dos objetivos geral e específicos, a apresentação da metodologia de estudo seguidos para o trabalho. Também será verificada neste capítulo a justificativa teórica e prática que evidencia a importância e a relevância do trabalho.

As boas práticas de governança, que passaram a ser exigidas pelo *stakeholders*, visam corrigir desvios de conduta e deficiências/vícios gerenciais de qualquer espécie, bem como os conflitos de agência entre proprietários e gestores, acionistas majoritários e minoritários, como consequência da dispersão do capital e a separação da propriedade e gestão. Entre as outras razões que explicam o despertar da governança corporativa no mundo, estão as razões externas, tais como: as mudanças no macroambiente; as mudanças no mundo dos negócios e as revisões institucionais; as razões internas como as mudanças societárias; os realimentos das estratégias empresariais e os reordenamentos organizacionais.

Segundo Andrade e Rossetti (2006), as relações entre a sociedade e o mundo corporativo têm-se modificado de maneira substancial desde os anos 80 e mais fortemente a partir dos anos 90, e as pressões para a adoção das boas práticas de governança corporativa passaram a englobar não somente critérios para administração e a condução dos negócios com a consequente geração de resultados e riqueza para os acionistas, mas também a questão da responsabilidade social corporativa, que abrange os demais *stakeholders*.

Para esses autores, os *stakeholders* são os grupos que têm de alguma forma interesses nas corporações. Os *stakeholders* dividem-se em quatro grupos, sendo o grupo denominado *shareholder* que são os proprietários e investidores; os grupos internos que efetivamente estão envolvidos com o monitoramento dos resultados nas companhias; os grupos externos, integrados à cadeia de negócios; a sociedade, que engloba categorias não participantes diretamente da cadeia de geração de valor,

mas que também são de alguma forma alcançados pelos objetivos corporativos (ANDRADE; ROSSETTI, 2006).

Nesse contexto, a sociedade tem desenvolvido diversos mecanismos para medir e externar seu contentamento com as atitudes dos gestores empresariais, focando aspectos sociais, ambientais, responsabilidade social e outros valores intangíveis e os *shareholders* da mesma forma, com seus mecanismos de acompanhamento também monitoram as ações dos gestores, para o atendimento dos seus objetivos.

Segundo Berbel (2004), a busca pelo máximo retorno dos recursos investidos tem motivado as organizações para a procura constante dos melhores modelos para gestão e que levem ao máximo valor agregado e retorno financeiro.

As empresas brasileiras têm cada vez mais se conscientizado da importância da governança corporativa, tanto que, para Angelo Pavini (2007), "compreende as boas práticas como transparência de informações e respeito aos direitos dos acionistas minoritários".

E, para atender à demanda de todos os *stakeholders*, a BOVESPA (Bolsa de Valores de São Paulo) criou em dezembro de 2000 o Novo Mercado, como um segmento de listagem com padrão nível máximo de governança corporativa.

Segundo Andrade e Rossetti (2006), a adesão ao Novo Mercado pela BOVESPA é voluntária, entretanto as regras estabelecidas para a adesão a esse modelo são fortemente restritivas; entre elas, a da existência de apenas uma classe de ações, as ordinárias, com direito a voto. Muitas foram as restrições e, dessa forma, a BOVESPA criou então duas opções para a adesão voluntária, sendo: Nível 1 de Governança Corporativa e Nível 2 de Governança Corporativa.

Os Níveis 1 e 2 de listagens diferenciadas também incentivam a boa prática de governança corporativa, já que para o Novo Mercado as exigências são bem maiores e as empresas encontram dificuldades para atendimento.

Segundo a BOVESPA, os segmentos de listagem diferenciadas foram criados com o objetivo de proporcionar um ambiente de negociação que estimule o interesse dos investidores e a valorização das companhias.

De acordo com Angelo Pavini (2007), desde a criação do Novo Mercado e dos Níveis 1 e 2, já somam ao todo 121 companhias com alguma governança corporativa. Segundo ele, o número de empresas no Novo Mercado da BOVESPA cresceu, em dois anos, de 19 para 65 empresas, com 28 empresas somente no ano de 2006 e 18 empresas em 2007.

A premissa básica do Novo Mercado considera que a valorização e a liquidez das ações de um mercado são influenciadas positivamente pelo grau de segurança que os direitos concedidos aos acionistas oferecem e pela qualidade das informações prestadas.

O ingresso das empresas no novo mercado significa a adesão a um conjunto de boas práticas de governança corporativa, mais rígidas do que as presentes na legislação brasileira. As boas práticas de governança corporativa, que estão consolidadas no Regulamento de Listagem da BOVESPA, ampliam os direitos dos acionistas, exigem transparência e qualidade das informações prestadas, determinam a resolução dos conflitos por meio de uma Câmara de Arbitragem e oferecem aos investidores maior segurança quanto aos riscos.

E, para medir o desempenho das empresas que ingressaram no Novo Mercado e nos Níveis 1 e 2 de listagens diferenciadas, a BOVESPA criou o IGC (Índice de Governança Corporativa).

De acordo com o IGC, os papéis das empresas que estão nos níveis de listagens diferenciadas da BOVESPA tiveram alta de 73,92% desde janeiro 2006 comparados com 63,33% do IBOVESPA, índice que mede as empresas do mercado tradicional de ações da BOVESPA.

Dessa forma, com esse resultado, a presente pesquisa busca verificar se houve agregação de valor para as organizações, comparando-se, por meio dos Indicadores Econômicos e Financeiros, os resultados de um grupo de empresas antes e após a adesão ao Novo Mercado e, conseqüentemente, a adoção das práticas de governança corporativa.

Para verificar se a adoção dos padrões de governança corporativa resultou em agregação de valor para as empresas, serão elencadas as boas práticas de governança mediante uma síntese comparativa, qualificando as abordagens de governança quanto à abrangência dos propósitos corporativos que atendem aos objetivos dos acionistas.

Para a verificação dos indicadores de desempenho econômico e financeiro, que demonstram a evolução dos resultados das organizações em um determinado período, serão utilizados os dados disponíveis nos vários meios de divulgações de informações financeiras e econômicas como a BOVESPA, Economática¹ e o *site* das organizações.

1.1 FORMULAÇÃO DO PROBLEMA

A busca por um sistema equilibrado de decisões, que dê sustentação à perenidade das corporações e que preserve os seus objetivos tangíveis e intangíveis, tem sido tema de estudiosos nas últimas duas décadas.

A Governança Corporativa como um sistema seguramente se tornará, com o seu aperfeiçoamento, disseminação e prática, um dos pontos centrais da dinâmica empresarial do século XXI (ANDRADE; ROSSETI, 2006).

A discussão desse tema, segundo Bacha e Chrysostomo (2005), se intensificou após as crises corporativas globais em empresas como a Enron, Worldcom e Parmalat, sendo ainda mais estimulado o desenvolvimento de práticas de governança mais apuradas no Brasil, em função das privatizações e da entrada de novos investidores internacionais.

Com todas essas mudanças e acontecimentos, tem sido fundamental para as organizações a disponibilização de informações de qualidade, a formalização de conceitos adequados e úteis para a boa governança e a construção de modelos funcionais e eficazes de alta gestão.

¹ Empresa que atua no mercado de ações, gerando informações e indicadores de desempenho de empresas e mercados. *site*: <www.economica.com.br>.

A governança corporativa que é, segundo Andrade e Rosseti (2006), um dos processos fundamentais para o desenvolvimento seguro das companhias, é também uma proposta de salvaguarda dos interesses dos investidores; contudo, isoladamente não irá evitar a queda de grandes empreendimentos, pois eventos desse tipo devem-se também a fatores externos às corporações, como mudanças em estruturas de concorrência e outros. De qualquer forma, uma boa governança pode tornar os negócios mais seguros e menos expostos aos riscos externos ou de gestão, segundo os autores.

Para Andrade e Rossetti (2006),

um bom sistema de governança ajuda a fortalecer as empresas, reforça competências para enfrentar novos níveis de complexidade, amplia as bases estratégicas da criação de valor, é fator de harmonização de interesses e, ao contribuir para que os resultados corporativos se tornem menos voláteis, aumenta a confiança dos investidores, fortalece o mercado de capitais e é fator coadjuvante do crescimento econômico.

Pode-se dizer que a melhoria dos processos de governança coincidem com os bons resultados da economia global, que mostrou no período de 2003 a 2005 um crescimento e firme recuperação dos mercados abalados pelas fraudes, conforme Andrade e Rossetti (2006).

Diante do exposto, resta verificar se no Brasil esse processo ocorreu e para isto faz-se necessário responder ao seguinte problema de pesquisa:

▪ **A Adesão ao Novo Mercado agregou valor para as organizações?**

De acordo com Angelo Pavini (2007), em entrevista ao jornal Valor Econômico, as empresas brasileiras têm cada vez mais se conscientizado da importância da governança corporativa, que, para ele, compreende, principalmente, as boas práticas como transparência de informações e também o respeito aos direitos dos acionistas minoritários.

1.2 DEFINIÇÃO DOS OBJETIVOS DA PESQUISA

1.2.1 Objetivo Geral

O objetivo geral deste trabalho consiste em verificar se houve geração de valor às organizações que aderiram ao Novo Mercado.

1.2.2 Objetivos Específicos

Os objetivos específicos são os seguintes:

1. Identificar e selecionar os principais indicadores de desempenho econômico e financeiro das empresas;
2. Comparar, por meio dos indicadores econômicos e financeiros, os resultados das empresas antes e após da adesão ao Novo Mercado e a adoção das boas práticas de governança corporativa.

1.3 JUSTIFICATIVA TEÓRICA E PRÁTICA

A presente pesquisa desenvolve-se com base nas mais recentes mudanças no mercado de capitais. Nesse contexto, as organizações, para enfrentarem o nível de exigências, ao aderirem ao novo mercado, necessitam adotar boas práticas de gestão, que garantem a ética, a transparência, a eficiência e a eficácia na alta gestão das empresas e que resultam em valores para o atendimento dos interesses do grupo de *stakeholders*.

Devido aos grandes abalos que ocorreram no mercado de capitais, que afetaram a confiança de investidores e da sociedade, regras explícitas de funcionamento que privilegiam as boas práticas de governança corporativa foram criadas para garantir a transparência na divulgação das ações e dos resultados da empresa e passam a ser requisito fundamental para as organizações que tenham interesse em participar desse mercado.

Na teoria, muito pouco tem se falado da governança corporativa, contudo os recentes trabalhos revelam que as empresas têm agregado valor na medida em que aderem aos níveis de mercado diferenciados criados pela BOVESPA em 2000. O número de empresas que aderiram ao Novo Mercado da BOVESPA, nível mais elevado de exigências de boas práticas de governança corporativa, cresceu nos anos de 2005 e 2006 de 19 para 65 empresas, de acordo com os dados da BOVESPA, sendo 28 empresas em 2006.

Dessa forma, a presente pesquisa se justifica devido a verificação com base nos indicadores de performance selecionados, se as organizações agregaram valor ao negócio e aos acionistas com a adesão ao Novo Mercado da Bovespa e a consequente adoção das melhores práticas de governança corporativa.

Na prática, o resultado da pesquisa será uma referência para aquelas empresas que ainda não adotaram a governança corporativa como modelo de gestão e que conseqüentemente não aderiram ao Novo Mercado criado pela BOVESPA.

A importância desta pesquisa está também na possibilidade da verificação da agregação de valor àquelas empresas que adotaram as boas práticas de governança corporativa, bem como a eficácia da aplicação desses modelos em mercados emergentes, como no caso do Brasil.

2 BASE TÉORICO-EMPÍRICA

Este capítulo tratará da fundamentação teórica do trabalho. Iniciará com o tema governança corporativa na atualidade, conceitos, abrangência, diversidade dos modelos, razões do despertar da governança corporativa, em seguida serão conceituados os *stakeholders*, seus interesses e objetivos. Também será aprofundado o tema governança corporativa no Brasil, as razões internas e externas, o modelo brasileiro de governança corporativa, e, finalmente, serão relacionados e conceituados os diversos Indicadores de Desempenho Econômico e Financeiro das empresas.

2.1 GOVERNANÇA CORPORATIVA - FUNDAMENTAÇÃO

2.1.1 Principais Conceitos

A expressão "governança corporativa" foi empregada pela primeira vez em 1991 por Monks e Minow (2004), nos Estados Unidos e o primeiro código de melhores práticas de governança corporativa, o "*Cadbury Report*", foi definido em 1992 na Inglaterra.

A *Organisation for Economic Co-operation and Development* (OECD, 1999) editou o "*Principles of corporate governance*", que foi a primeira iniciativa de organismo multilateral para difundir os princípios da boa governança e para evidenciar os efeitos positivos da adoção sobre o crescimento econômico das nações.

Para o G8 (1999), a governança corporativa é um dos mais novos e importantes pilares da arquitetura econômica global.

E, para a OECD (1999), a governança corporativa é um dos instrumentos determinantes do desenvolvimento sustentável, em suas três dimensões, "a econômica, a ambiental e a social", pois, segundo a OECD, a estrutura da governança corporativa especifica a distribuição dos direitos e das responsabilidades entre os *stakeholders*. A governança corporativa também estabelece os meios para se alcançar os objetivos e ainda define os instrumentos para se acompanhar o desempenho.

Segundo Berton (2003, p.182),

a governança corporativa é o conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital. A análise das práticas de governança corporativa aplicada ao mercado de capitais envolve, principalmente: transparência, equidade de tratamento dos acionistas e prestação de contas.

Na visão de Monks e Minow (2004),

a Governança Corporativa trata do conjunto de leis e regulamentos que visam a) assegurar os direitos dos acionistas das empresas, controladores ou minoritários; b) disponibilizar informações que permitam aos acionistas acompanhar decisões empresariais impactantes, avaliando o quanto elas interferem em seus direitos; c) possibilitar aos diferentes públicos alcançados pelos atos das empresas o emprego de instrumentos que assegurem a observância de seus direitos; d) promover a interação dos acionistas, dos conselhos de administração e da direção executiva das empresas.

Já para Blair (1999), a governança corporativa é um meio utilizado pelas organizações para estabelecer os processos de conciliação dos interesses em conflito entre os acionistas e dirigentes, os chamados conflitos de agência.

Shleifer e Vishny (1997) consideram a governança corporativa como o campo da administração que trata da relação entre os grupos de interesses das organizações, estabelecendo caminhos pelos quais os *stakeholders* obtêm o retorno dos seus investimentos.

De acordo com o IBGC (2007),

governança corporativa é o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre acionistas/cotistas, conselho de administração, diretoria, auditoria independente e conselho fiscal. As boas práticas de governança corporativa têm a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para sua perenidade.

Muitos outros autores definiram a governança corporativa, entre eles Williamson (1996), Cadbury (1992), Babic (2003), Hitt, Ireland e Hoskisson (2001), entretanto com visões bastante similares. Diante disso, adota-se como conceito para esta pesquisa a síntese elaborada por Andrade e Rossetti (2006), cuja definição engloba os pensamentos dos vários autores.

Andrade e Rossetti sintetizam o conceito de governança corporativa como sendo um conjunto de princípios, propósitos, processos e práticas que regem o sistema de poder e os mecanismos de gestão das organizações, buscando a maximização da riqueza dos proprietários e o atendimento dos direitos de outras partes interessadas, minimizando oportunismos conflitantes com esse fim.

2.1.2 Abrangência

Para Carvalhal-da-Silva e Leal (2003), o conceito de governança corporativa é muito abrangente e busca lidar com problemas relacionados a conflitos de interesses, tanto entre gestores e acionistas quanto entre acionistas controladores e minoritários.

As práticas de governança, segundo Andrade e Rosseti (2006), podem ser descritas a partir de diversos pontos de vista:

- Legal: práticas que regem os direitos societário e sucessório;
- Financeiro: práticas que enfatizam a geração de valor, a criação de riqueza e retorno do investimento;
- Estratégico: práticas que auxiliam na definição dos propósitos, diretrizes corporativas e que norteiam as decisões estratégicas para o desenvolvimento dos negócios;
- Operacional: práticas que regem as relações entre os acionistas, os conselhos de administração e a direção das empresas.

Criado em 1999, o IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa), foi o primeiro órgão que publicou um código de melhores práticas de governança corporativa no Brasil, que tinha como diretrizes:

- ser referência nacional em governança corporativa, atuando como encontro de difusão dos melhores conceitos e práticas nesta área;
- formar profissionais qualificados para atuação em conselhos de administração e em outros órgãos de governança das empresas;

- estimular e promover a capacitação profissional dos acionistas, sócios, diretores, auditores e membros de conselhos, preparando-os para atuação segundo as práticas da boa governança;
- promover o treinamento dos órgãos de governança das empresas, buscando excelência nessa área;
- promover pesquisas sobre governança corporativa;
- contribuir para que as empresas adotem os valores da boa governança.

O código sofreu alterações em 2001 e a última revisão deu-se em 2004, de acordo com quadro 1, em que se descrevem os objetivos e os princípios básicos da governança corporativa definidos pelo IBCG:

QUADRO 1 - OBJETIVOS E PRINCÍPIOS BÁSICOS DA GOVERNANÇA CORPORATIVA DEFINIDOS PELO IBCG

Transparência	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Mais que "a obrigação de informar", as corporações devem cultivar "o desejo de informar". ▪ Resultado esperado da transparência: clima de confiança, tanto interno quanto nas relações com terceiros. ▪ Não restrita ao desempenho econômico financeiro: vai além, contemplado outros fatores – inclusive intangíveis – que norteiam a ação empresarial e criam valor.
Eqüidade	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Tratamento justo e igualitário de todos os grupos minoritários: <ul style="list-style-type: none"> - Acionistas. - Outras partes interessadas. ▪ Ausência de atitudes ou políticas discriminatórias.
Prestação de contas (<i>accountability</i>)	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Os agentes da governança devem prestar contas a quem os elegeu. ▪ Os agentes da governança devem responder integralmente pelo atos praticados no exercício de seus mandatos.
Responsabilidade corporativa	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Zelo pela perenidade da organização. ▪ Visão de longo prazo, com foco em princípios de sustentabilidade. ▪ Envolvimento em questões sociais e ambientais. ▪ Consideram-se funções sociais das companhias: <ul style="list-style-type: none"> - Criação de riqueza e de oportunidade de emprego. - Qualificação e diversidade da força de trabalho. - Desenvolvimento científico e tecnológico (C&T e P&D). - Contribuições para melhor qualidade de vida. - Contratação preferencial de recursos das comunidades em que atua.

FONTE: Andrade e Rossetti (2006)

Como verificado no quadro 1, as principais práticas de governança corporativa no Brasil dizem respeito principalmente: à transparência dos resultados; à equidade de tratamento dos acionistas e demais partes interessadas; à prestação de contas; à responsabilidade corporativa pelas organizações;

O IBGC sintetizou as melhores práticas de governança corporativa de acordo com o quadro 2, a seguir:

QUADRO 2 - UMA SÍNTESE DAS MELHORES PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA RECOMENDADAS PELO IBGC

Propriedade	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Adoção do conceito "uma ação, um voto". ▪ Acessibilidade de todos os acionistas aos acordos entre sócios. ▪ Assembléia Geral como órgão soberano. ▪ Transferências de controle a preços transparentes e estendidos a todos os acionistas (<i>tag along</i>). ▪ Solução de conflitos preferencialmente por meio de arbitragem. ▪ Manutenção de alta dispersão (<i>free float</i>) das ações em circulação.
Conselho de administração	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Recomendável para todas as companhias, independentemente de sua forma societária. ▪ Normatização por regimento interno, com clara definição de funções. ▪ Dois presidentes: <i>chairman</i> e <i>CEO</i> não acumulam funções. ▪ Criação de comitês especializados, com destaque para o de auditoria. ▪ Número de membros entre 5 e 9, em sua maioria independentes, com experiência e perfis complementares. ▪ Clara definição das qualificações dos conselheiros: base para avaliações individuais, com periodicidade anual. ▪ Processos formalmente estabelecidos.
Gestão	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Escolha a avaliação formal dos gestores pelo Conselho de Administração. ▪ O <i>CEO</i> é o responsável pela execução das diretrizes fixadas pelo Conselho de Administração. ▪ Demais diretores executivos: <i>CEO</i> indica, Conselho de Administração aprova. ▪ Relacionamento transparente com todos os <i>stakeholders</i>. ▪ Transparência, clareza e objetividade na prestação de contas. ▪ Responsabilidade pela geração do relatório anual. ▪ Responsabilidade pelo desenvolvimento do código de conduta corporativo.
Auditoria independente	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Existência obrigatória. ▪ Independência em relação à companhia. ▪ Função essencial: verificar se demonstrações financeiras refletem adequadamente a realidade da companhia.
Conselho fiscal	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Órgão não obrigatório, eleito pelos acionistas. ▪ Composição: conhecimento do campo de atuação da companhia e diversidade de experiências profissionais, pertinentes às funções desse conselho. ▪ Atuação sob regimento interno. ▪ Agenda complementar de cooperação com as das auditorias interna e independente.

FONTE: Andrade e Rossetti (2006)

Pode-se observar no quadro acima a abrangência das práticas de governança corporativa, que englobam a propriedade, o conselho de administração, a gestão, a auditoria independente e o conselho fiscal, bem como os princípios e as responsabilidades.

Para os investidores, a análise das práticas de governança auxilia na decisão de investimento, pois a governança determina o nível e as formas de atuação que

estes podem ter na companhia, possibilitando-lhes exercer influência no desempenho da mesma. O objetivo é o aumento do valor da companhia, pois boas práticas de governança corporativa repercutem na redução de seu custo de capital, o que aumenta a viabilidade do mercado de capitais como alternativa de capitalização (BERTON, 2003).

Para Berton (2003, p.182),

a adoção de boas práticas de governança corporativa constitui, também, um conjunto de mecanismos através dos quais investidores, incluindo controladores, se protegem contra desvios de ativos por indivíduos que têm poder de influenciar ou tomar decisões em nome da companhia.

Segundo o autor, as companhias com um sistema de governança que proteja todos os seus investidores tendem a ser mais valorizadas. O tratamento igualitário aos acionistas minoritários e majoritários é uma das práticas valorizadas pelos investidores, que reconhecem que o retorno dos investimentos será usufruído igualmente por todos.

2.1.3 Despertar da Governança Corporativa e a Diversidade de Modelos

Segundo Andrade e Rossetti (2006), os modelos de governança corporativa apresentam-se diversificados por duas ordens de razão. Primeiro, em função das diferentes formas de constituição das empresas ao redor do mundo, sociedades abertas, fechadas, de controle familiar. A segunda razão está apoiada na dimensão dominante das empresas em cada país e na amplitude dos interesses alcançados pela governança.

Vários são os fatores do surgimento da governança corporativa, entre eles estão os problemas dos processos da dispersão do capital e do controle, do divórcio entre propriedade e a gestão, dos conflitos de interesses entre acionistas e administradores, entre acionistas majoritários e minoritários.

Devido ao crescimento das corporações e em decorrência dele, a dispersão de capital foi uma das mudanças notáveis no mundo corporativo e, segundo Andrade e Rossetti (2006), cinco fatores foram apontados como chaves para esta mudança:

- a constituição das empresas de capital aberto, as chamadas sociedades anônimas, bem como o financiamento de seu crescimento pela subscrição pública de novas emissões de capital;
- a abertura do capital de empresas fechadas e o aumento do número de empresas listadas nas bolsas de valores;
- o aumento do número de investidores no mercado de capitais, a crescente diversificação das carteiras de ações e o conseqüente fracionamento da propriedade das companhias;
- os processos sucessórios, desencadeados com o falecimentos dos fundadores das companhias;
- os processos de fusão, incorporação e outros modelos de negócios, das grandes companhias que, ao mesmo tempo, ampliam o número de acionistas e reduzem a participação de cada um no capital total.

Entre outros, esses foram os principais fatores relacionados à dispersão do capital, que aumentam a necessidade de controles e exigem regras específicas de governança para garantir a segurança aos investidores que normalmente são considerados proprietários passivos por se manterem ausentes do controle acionário das empresas.

Com a dispersão do capital e a conseqüente ausência dos acionistas, como já citado no item anterior, outras mudanças profundas ocorreram nas companhias que estão relacionadas ao divórcio entre a propriedade e a gestão, segundo Andrade e Rossetti (2006):

- a propriedade desligou-se da administração: com os processos sucessórios, o avanço das sociedades de capital de aberto e o desenvolvimento

do mercado de capitais, mudaram a estrutura do poder nas companhias que então ficaram a cargo das administração;

- os fundadores-proprietários foram substituídos por executivos contratados que assumiram os papéis de: atender aos interesses dos acionistas e controladores, exercer a gestão e ter poder efetivo sobre os rumos da companhia;
- os objetivos deixaram de limitar-se à maximização de lucros, pois o poder é exercido pela gestão, que pode possuir outros objetivos que podem ir da segurança das operações, a aversão a riscos, até a elevação de seus próprios ganhos em detrimento da renda dos acionistas;
- inadequações e conflitos de interesse passaram a ser observados no interior das companhias que, se não corrigidos, poderiam impactar nos princípios e no desempenho do próprio sistema capitalista;
- conflitos decorrentes de interesses não-simétricos que levaram à reaproximidade da propriedade e da gestão pelo caminho da difusão e da adoção de boas práticas de governança corporativa.

Na abordagem de Berle e Means (1965), o afastamento entre a propriedade e o controle deu-se à medida que a riqueza na forma de capital acionário foi se dispersando, a propriedade e o controle das companhias deixaram de estar nas mesmas mãos. Este afastamento propõe uma nova forma de organização da sociedade, a sociedade anônima que pode ser considerada não apenas como forma de organização social, mas potencialmente como a instituição dominante do mundo moderno.

Essa abordagem pioneira fertilizou um novo campo do conhecimento, que nos últimos 20 anos traduziu-se pela expressão "governança corporativa".

Com a dispersão do capital e a conseqüente separação entre a propriedade e a gestão, os conflitos entre acionistas e gestores ocorrem devidos aos interesses de cada um, sendo que para o acionista pode ser a maximização dos lucros e para os gestores, muitas vezes interesses próprios sobressaem-se aos interesses dos acionistas,

causando-se dessa forma os conflitos. Além desse tipo de conflito, existem também os conflitos entre acionistas minoritários e os majoritários, quando os acionistas minoritários vêem os seus direitos e riquezas serem apropriados pelos acionistas majoritários.

Com a separação entre a propriedade e a gestão, as grandes massas de acionistas outorgam aos gestores a administração das companhias, dando-lhes poderes para dar continuidade ao negócio, promovendo o crescimento dele, provendo condições de sustentabilidade, correspondendo aos anseios de retorno e maximização da riqueza. Ocorre, porém, que os gestores profissionais também têm seus interesses próprios e procurarão maximizá-los, podendo ser os seus interesses opostos aos dos acionistas. Como consequência, essas atitudes contrárias geram os conflitos.

Para a minimização dos conflitos dessa natureza, contratos de agência podem ser a solução para conciliar os interesses de outorgantes e outorgados, bem como para se evitar comportamentos inadequados e oportunidades que violem o princípio da relação.

Para Carvalho (2002), muito da literatura sobre governança corporativa baseia-se no princípio de que as empresas pertencem aos acionistas e que, dessa forma, a sua administração deve ser feita em benefício deles. Assim, a boa governança corporativa significaria a adoção de mecanismos que forçassem os administradores a proteger os interesses dos acionistas ao invés de maximizarem interesses próprios.

As razões do desenvolvimento de boas práticas de governança corporativa se dão tanto para os conflitos derivados do oportunismo de gestores em face da ausência dos acionistas como aqueles conflitos associados às estruturas de propriedade acionária que ensejam a apropriação de direitos dos minoritários por ações oportunistas dos majoritários.

Além dessas razões, outras forças internas e externas têm elevado a posição da governança corporativa para o mais alto nível entre as práticas mais avançadas e modernas de alta gestão.

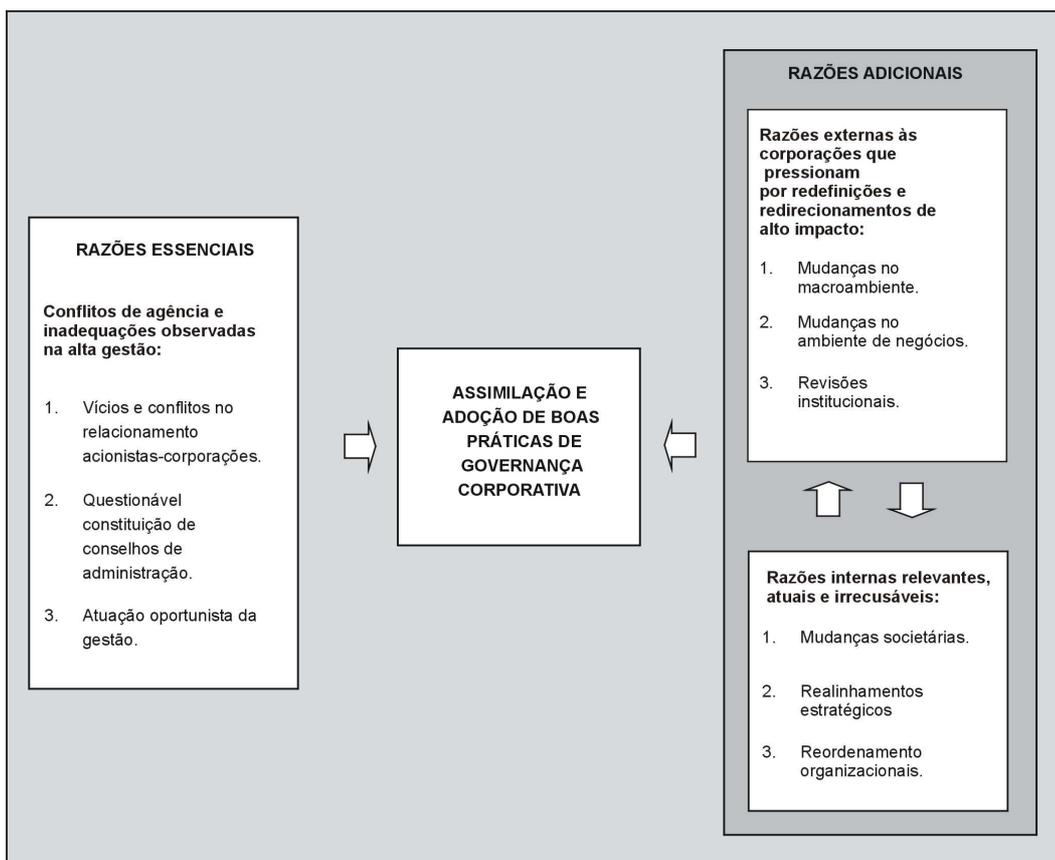
O quadro 3, elaborado por Andrade e Rossetti (2006), sintetiza as razões internas e externas que têm elevado a importância e relevância da governança corporativa nas organizações, nos últimos quinze anos:

QUADRO 3 - RAZÕES ADICIONAIS DETERMINANTES DO DESPERTAR DA GOVERNANÇA CORPORATIVA

RAZÕES EXTERNAS	RAZÕES INTERNAS
<p>1. Mudanças no macroambiente</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Desfronteirização de mercados reais e financeiros: <ul style="list-style-type: none"> - Uniões, blocos, mercados comuns. - Acordos bilaterais. - Liberação: quebra de barreiras de entrada em praticamente todos os países e negócios. ▪ Desengajamento do Estado-empresário. ▪ Novos <i>players</i> globais: a ascensão da Ásia. 	<p>1. Mudanças Societárias</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Reestruturação societárias: <ul style="list-style-type: none"> - Privatizações. - Fusões, cisões, aquisições. - Alianças estratégicas. - Associações e controle consorciado. ▪ Processos sucessório: <ul style="list-style-type: none"> - Grande número de empresas em segunda e terceira gerações. - Mudanças no controle acionário. - Acordos de acionistas remanescentes.
<p>2. Mudanças no Ambiente de Negócios</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Reestruturações setoriais: novas estruturas de competição. ▪ Complexidade crescente do ambiente de negócios. <ul style="list-style-type: none"> - Cenários de incerteza, riscos e turbulências. - Crescente velocidade e profundidade das mudanças. 	<p>2. Realinhamentos Estratégicos</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Respostas às macromudanças no ambiente de negócios. <ul style="list-style-type: none"> - Global-localização das empresas. - Novos mercados, novos competidores. ▪ Gestão de alinhamentos: <ul style="list-style-type: none"> - Formulação da estratégia. - Operações. - Acompanhamento.
<p>3. Revisões Institucionais</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Regulação legal, mais abrangente e mais severa. ▪ Profusão de códigos de governança corporativa: <ul style="list-style-type: none"> - Grupos de interesse e organizados. - Instituições multilaterais - Instituições do mercado acionário. ▪ Reações do mercado aos escândalos corporativos. ▪ Postura mais ativa de investidores institucionais. <ul style="list-style-type: none"> - Fundos de pensão - Fundos de <i>private equity</i>. - Fundos mútuos de investimentos. 	<p>3. Reordenamentos Organizacionais</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Profissionalização: modelos mais avançados de gestão. ▪ Reconstituição dos conselhos de administração. ▪ Clareza na separação de papéis: <ul style="list-style-type: none"> - Acionistas: gestão do retorno total. - Direção executiva: gestão dos negócios. - Conselhos: gestão dos valores corporativos. ▪ Controles preventivos: ganância e fraudes.

FONTE: Andrade e Rossetti (2006)

FIGURA 1 - UMA SÍNTESE DAS RAZÕES DETERMINANTES DO DESPERTAR E DO DESENVOLVIMENTO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA



FONTE: Andrade e Rossetti (2006)

Ainda, para Andrade e Rossetti (2006), o despertar da governança corporativa está relacionado:

- à reaproximação das três âncoras do mundo corporativo: acionistas-conselhos-direção;
- à proposição de códigos de boas práticas para a alta gestão;
- à ênfase da governança a um dos últimos avanços do sistema capitalista: a gestão orientada pelo conceito triplo "a geração de resultados econômicos financeiros, sociais e ambientais".

Sem dúvida, a governança corporativa não é um modismo, pois a sua adoção está baseada em fortes razões. As Nações Unidas e a OCDE vêem as práticas de governança corporativa como pilares da economia global nas três dimensões "econômica, social e ambiental". A governança corporativa está associada às grandes

mudanças e transformações no mundo capitalista e não poderá ser dissociada desse processo, pois o seu fortalecimento se deu por várias e fortes razões, já vistas nos tópicos anteriores.

2.1.4 Principais *Stakeholders* – Interesses e Objetivos

Como verificado no item anterior, várias são as razões que justificam a existência da governança corporativa como prática da alta gestão, que protegem os interesses dos vários *stakeholders* que serão qualificados neste tópico.

Para Andrade e Rossetti (2006), *stakeholders* "são pessoas, grupos ou instituições, com interesses legítimos em jogo nas empresas e que afetam ou são afetados pelas diretrizes definidas, ações praticadas e resultados alcançados".

Os *stakeholders* dividem-se em quatro grupos sendo:

1. os *shareholders*: são os proprietários e investidores ou acionistas;
2. os *stakeholders* internos: são os órgãos de governança e os empregados que efetivamente estão envolvidos com o monitoramento e a geração de resultados nas companhias;
3. os *stakeholders* externos ou credores que estão integrados à cadeia de negócios, como exemplo os investidores institucionais (fundos de pensão);
4. a comunidade, a sociedade, o governo e as ONGs: que englobam as categorias não participantes diretamente das cadeias de geração de valor, mas que também são alcançadas pelos objetivos corporativos e pelos critérios com que são tomadas as decisões para maximizá-los.

O quadro 4 desenvolvido por Andrade e Rossetti (2006) sintetiza os interesses dos vários *stakeholders*:

QUADRO 4 - INTERESSES LEGÍTIMOS DOS DIFERENTES GRUPOS DE *STAKEHOLDERS*

STAKEHOLDERS	INTERESSES
<i>Shareholders</i>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Proprietários, investidores: Dividendos ao longo do tempo (a). Ganhos de capital: maximização do valor da empresa (b). Máximo retorno total (a) + (b).
Internos (Efetivamente envolvidos com a geração de resultados)	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Conselho de administração e direção executiva: <ul style="list-style-type: none"> - Base fixa de remuneração. - Bonificações de balanço. - <i>Stock options</i>. ▪ Outros órgãos de governança: retribuições em bases fixas ou variáveis. ▪ Empregados: <ul style="list-style-type: none"> - Segurança. - Salários. - Participação nos lucros. - Benefícios assistenciais materiais. - Reconhecimento, oportunidade, desenvolvimento pessoal.
Externos (Integrados à cadeia de negócios)	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Credores: resultados positivos, capacidade de liquidação de dívidas contraídas. ▪ Fornecedores: regularidade, desenvolvimento conjunto. ▪ Clientes/consumidores: preços justos, produtos conformes, confiáveis, seguros.
Entorno	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Comunidades locais: geração de empregos e contribuições para o desenvolvimento. ▪ Sociedade como um todo: bem-estar social, balanço social efetivamente contributivo para inclusão socioeconômica. ▪ Governos: conformidade legal, crescimento, geração de empregos. ▪ ONGs: adesão às suas três principais causas – preservação ambiental, direitos de minorias e provisões.

FONTE: Andrade e Rossetti (2006)

Como visto no quadro acima, os interesses são diferenciados para cada tipo de *stakeholder* e a governança corporativa, cujo objetivo visa ao atendimento dos diferentes *stakeholders*. As práticas de governança não devem somente estar centradas na busca da maximização dos resultados financeiros para o *shareholder*, pois os resultados das empresas podem ser negativamente impactados se predominarem condutas que consideram o lucro como variável independente ao atendimento dos outros *stakeholders*.

Segundo Andrade e Rossetti (2006), a administração estratégica das demais partes interessadas no bom desempenho das empresas é fundamental para o sucesso dos negócios e para o alcance do retorno esperado pelos acionistas.

Para Andrade e Rossetti (2006),

o foco no máximo retorno total dos proprietários não se contrapõe a uma agenda de boas práticas de governança também voltada para a satisfação dos anseios e objetivos de outros *stakeholders* internos e externos. Mais ainda: a construção de empresas socialmente responsáveis e ecologicamente corretas é também um objetivo estratégico que alimenta a reputação corporativa, atuando como um importante elemento das forças vitoriais que definem o valor de mercado das companhias.

De acordo com Wright et al. (apud FERNANDES; BERTON, 2005), os *stakeholders* têm diferentes objetivos, cabendo à alta administração conciliar e satisfazer esses anseios. Para melhor entendimento, segundo Fernandes e Berton (2005), os *stakeholders* e os interesses/objetivos de cada grupo:

1. Clientes: que anseiam por produtos com alta qualidade e baixo preço;
2. Fornecedores: que buscam a garantia dos volumes de compras com boa margem de lucro;
3. Acionistas: com o principal objetivo o alto retorno do capital investido.

Wright, Kroll e Parnell (2000) argumentam que as estratégias para o aumento dos retornos financeiros devem estar orientadas para os clientes; contudo, os autores enfatizam a necessidade de definir objetivos com base nos interesses de todos os *stakeholders* para não se correr o risco de encaminhar a empresa para uma estrutura não-sustentável e perene.

2.1.5 Complexidade das Práticas de Governança

De acordo com o item anterior, verifica-se que a governança corporativa também tem o objetivo de mediar os interesses de todos os *stakeholders*, porém como consequência, as soluções se diferenciam não só em função da conciliação dos interesses desses grupos, mas também porque deve-se considerar outros aspectos relevantes como a tipologia da organização, o âmbito geográfico, a cultura, as instituições e também as pressões dos *stakeholders*, que variam de acordo com a circunstância e o ambiente em que estão inseridos.

Contudo, independentemente da solução desenhada para cada organização, o objetivo comum a todos os modelos está centrado na maximização do retorno do investimento dos *shareholders* pelo máximo de tempo possível, por vezes atendendo aos interesses dos demais e outras não.

Daí presume-se a complexidade de a governança corporativa criar modelos que atenda a tal diferenciação nas concepções. O quadro 5, elaborado por Andrade e Rossetti (2006), sintetiza os principais fatores diferenciadores e os graus de complexidade da governança para cada fator:

QUADRO 5 - CONDIÇÕES DIFERENCIADORAS DAS CONCEPÇÕES, DOS PROCESSOS E DAS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

CONDIÇÕES DIFERENCIADORAS	GRAUS PRESUMIDOS DE COMPLEXIDADE DAS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA	
Abrangência	<ul style="list-style-type: none"> ▪ <i>Shareholders oriented</i> ▪ <i>Stakeholders oriented</i> 	Maiores, quanto à definição de critérios e de parâmetros para a gestão, nas concepções que fundamentam o máximo retorno total dos investidores na gestão estratégica da demanda dos demais <i>stakeholders</i> .
Intensividade de recursos	<ul style="list-style-type: none"> ▪ <i>Capital intensive</i> ▪ <i>Labom intensive</i> 	Maior complexidade, quanto aos interesses dos <i>shareholders</i> , nos projetos <i>capital intensive</i> . Maior complexidade, quanto às pressões de outros <i>stakeholders</i> , nos projetos de <i>labom intensive</i> .
Tempo de implementação e maturação	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Curto prazo ▪ Longo prazo 	Maior complexidade, quanto à gestão das expectativas dos <i>shareholders</i> , nos projetos de longo prazo.
Controle	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Familiar ▪ Grupo consorciado ▪ Estatal ▪ Fundos de investimento 	Grupos consorciados e grupos familiares tendem a ter maior complexidade no alinhamento estratégico dos <i>shareholders</i> . Estatais na gestão de conflitos e nos custos de agência. Fundos, nas decisões de constituição de carteiras, por oportunismos conflitantes com interesses dos investidores.
Ascendência	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Única ▪ Resultante de aquisições ▪ Resultante de fusões 	Maior complexidade nos casos de fusão. Razões principais: choques culturais, estrutura de poder e desalinhamentos estratégicos.
Âmbito geográfico de atuação	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Nacional ▪ Global 	Maior complexidade nas corporações de atuação global: exige ajustes caso a caso na abrangência do modelo e no alinhamento das práticas com a cultura e as instituições de cada país. A abertura do capital em diferentes mercados aumenta a complexidade.

FONTE: Andrade e Rossetti (2006)

Como já dito anteriormente, o objetivo dominante em todas as situações é o máximo retorno total dos investimentos dos *shareholder*.

2.2 A GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL

As mudanças significativas no Brasil em direção à governança corporativa, ocorreram mais fortemente a partir dos anos 90 quando a houve a ruptura com a antiga ordem autoritária, como no governo militar que pregava os monopólios e as estatizações com a justificativa de soberania e segurança. Em 1989, com as eleições diretas, ocorre a grande mudança na economia, que foi a abertura da economia, implicando um processo amplo e profundo com a revisão dos fundamentos e das estratégias da economia nacional.

Segundo Andrade e Rossetti (2006), os grandes movimentos estratégicos que se verificaram na economia nacional em função da mudança político-econômica seriam, em síntese:

- a inserção global;
- a integração regional;
- a abertura econômica com a quebra de barreira de entrada e o fim das reservas de mercado: com a nova política econômica, as barreiras ao ingresso de capitais estrangeiros foram removidas aumentando a participação do Brasil nos fluxos mundiais de investimentos estrangeiros para países emergentes. Entre 1998 e 2001, os valores alcançaram US\$ 28,2 bilhões anuais, sem precedentes históricos. As fusões e aquisições também significaram e continuam significando um movimento de alto impacto na economia e nos mercados, o que está associado à abertura econômica. Entre 1990 e 2005, foram 4.436 as transações, com média de 277 por ano (Fontes: *Pricewaterhouse-Coopers*, Fundação Dom Cabral e KMPG);
- as privatizações: as primeiras privatizações ocorreram em 1991 nos setores siderúrgico e ferroviário. Em 1992, foram privatizadas 14 empresas dos setores siderúrgico, petroquímico e fertilizantes. Já em 1994, setores de mineração, energia elétrica e aeronáutica também seguem a tendência,

e, dessa forma, ao todo privatizaram-se, entre 1991 e 2001, mais de 100 empresas, totalizando US\$ 98,3 bilhões;(Fonte: BNDES)

- os novos marcos regulatórios: liberalização, com desmonte de cartórios e a criação de agências nacionais;
- desmonopolização: competição estendida a todos os mercados.

Ainda de acordo com Andrade e Rossetti (2006), esses movimentos foram relevantes para o processo da governança corporativa no Brasil, sendo que, além destes, as megamudanças globais no mesmo período constituíram outros dois conjuntos de impactos que estão mais relacionados à governança corporativa, como a seguir demonstrado.

Um dos conjuntos refere-se à reconfiguração do mercado de capitais. A entrada de capitais estrangeiros nas bolsas aumentou significativamente com a abertura da economia brasileira. No final de 2003, 53 corretoras e distribuidoras de origem externa operavam no Brasil e os valores aplicados no mercado acionário, US\$ 34,4 bilhões no triênio, superando US\$ 50 bilhões no final de 2005, jamais foram registrados antes na história do país.

Assim como o ingresso de capitais externos, aumentaram os números de empresas e volumes das operações, a ida de grandes companhias brasileiras ao mercado internacional de capitais; aliado à exposição a um mercado desenvolvido, está o ganho em reputação e a obtenção de um aval internacional, que abre as portas às empresas para o acesso às fontes externas de financiamento com custos competitivos.

Essa abertura trouxe também o aumento das exigências internacionais para tornar o mercado brasileiro melhor capacitado e em condições de competir com outros mercados.

Outro conjunto de impactos diz respeito às mudanças nos padrões de governança, destacando-se: a aderência às regras da boa governança e aos seus valores fundamentais, podendo resultar no aumento de valor das companhias e a redução do custo do capital; a adaptação das demonstrações financeiras aos melhores padrões contábeis internacionais; a adoção de estratégias mais complexas em função da globalização, pelo acirramento da competição decorrente da abertura dos mercados; a exigência de conselhos de administração e de outros órgãos internos de governança mais eficazes.

Todas essas mudanças justificam-se pelos números que, a partir de 2003, voltam a subir significativamente até alcançarem pico recorde de US\$ 53,4 bilhões em 2005, o que elevou a média do período 1995-2005, de acordo com a CVM.

Autores como Fernandes e Berton (2005) também afirmam que as grandes mudanças ocorreram no Brasil a partir dos anos 90 com a abertura da economia, ou seja, o Brasil tornou-se mais permeável à influência internacional. Ainda, esses autores consideram que a abertura econômica ou globalização influenciou também o aumento das fusões e aquisições, pois, com a estabilidade econômica, investidores internacionais foram atraídos para as oportunidades de investimento no Brasil.

Para Rajan e Zingales (2003), o desenvolvimento financeiro tem seu principal impacto sobre a criação de novas empresas, o que pode ser interpretado como um estímulo à realização de novos empreendimentos. Para estes autores, a globalização tem proporcionado às empresas e instituições financeiras o acesso a outros mercados, e, mesmo sem um mercado financeiro local desenvolvido, algumas empresas têm tido acesso ao mercado internacional de crédito e apresentado classificação de risco melhor que a do país.

La Porta et al. (1997) consideram que há forte relação entre o desenvolvimento de mercados de capitais e a presença de um firme arcabouço regulatório e jurídico. Estes autores pressupõem que com a expansão do mercado de capitais também aumentam a confiança dos investidores que têm os seus direitos protegidos e respeitados.

Segundo Bacha e Chrysostomo (2005), entre as medidas de capilaridade adotadas por FHC e Lula, estão a reforma da Lei das SAs e o estabelecimento de regras de governança corporativa, que melhoram as condições de operação do mercado de capitais e aumentam a confiança dos investidores.

Entre as mudanças da Lei das Sociedades Anônimas está a redução de possíveis conflitos de interesses entre gestores e acionistas e principalmente entre acionistas majoritários e minoritários, tendo como principal objetivo o desenvolvimento do mercado de capitais.

Já a Lei das falências sancionada em 2005 procurou aproximar a legislação dessa matéria das melhores práticas internacionais, facilitando a recuperação de empresas e oferecendo, dessa forma, maiores garantias aos credores.

Segundo Bacha e Chrysostomo (2005), a criação pela BOVESPA das listagens diferenciadas, que definem os níveis de governança corporativa, tem ajudado na diminuição do risco de prejuízo de médio e longo prazo, dos acionistas que não participam do controle das empresas. No Novo Mercado da BOVESPA, as empresas, além de assumirem um compromisso com a transparência e com as práticas de governança corporativa, também assumem o compromisso de não emitir ações preferenciais. Além disso, empresas que voluntariamente divulguem mais informações que as exigidas pela legislação, também são enquadradas pela BOVESPA e o acesso a essas informações são maiores.

Para Ana Novaes (2005, p.33), em seu artigo "Mercado de Capitais: lições da experiência internacional", o foco na melhoria da governança corporativa e as iniciativas que visam à proteção dos acionistas minoritários e credores, entre outros elementos, ajudam no desenvolvimento do mercado de capitais e da economia.

Em seu artigo "Aspectos regulatórios do mercado de capitais", Luiz Leonardo Cantidiano, presidente da CVM, destaca que o Brasil dispõe de um ambiente de negociação em Bolsa que assegura melhor proteção aos investidores, fator que ele relaciona com os níveis diferenciados de governança corporativa criado pela BOVESPA, em especial o Nível 2 e o Novo Mercado. Segundo Cantidiano, para

os investidores estrangeiros a proteção e a garantia dos direitos dos minoritários constituem fatores-chave para os investimentos.

Luiz Chrysostomo de Oliveira Filho, em seu artigo "A auto-regulação e o mercado de capitais" (BACHA; CHRYSOSTOMO, 2005, p.225), afirma:

nos últimos anos, a legislação do mercado de capitais tem sido influenciada por fatores ligados ao aumento da competição e da globalização financeira, com maior intercâmbio entre intermediários financeiros, Bancos Centrais e investidores institucionais, e à contínua inovação tecnológica e maior complexidade dos produtos financeiros.

Conforme Aggarwal (2003), todas essas questões aceleram a necessidade de o Brasil manter atualizados os regulamentos e a legislações relativos ao mercado de capitais, que, para ele, aumentam a segurança e a transparência aos investidores e automaticamente implicam credibilidade e subsequente expansão do mercado de capitais.

De acordo com Bacha e Chrysostomo (2005), a instituição pela BOVESPA dos níveis diferenciados e do Novo Mercado é um dos exemplos de auto-regulação no Brasil, que redefine o posicionamento das empresas em relação aos investidores e acionistas finais. As empresas que aderem às listagens diferenciadas se comprometem, como já exposto anteriormente, com níveis maiores de *disclosure*, transparência na gestão, informações com maior qualidade e precisão, e passam aos investidores, além de maior liberdade de acesso às informações, maior segurança e garantia de proteção aos acionistas minoritários.

Com relação à abertura de capitais das empresas em 2004, Bacha e Chrysostomo (2005) destacam que a governança corporativa foi peça-chave neste processo e que o principal item foi o direito de venda em conjunto e ao mesmo preço (ou 80% dele) que o controlado em casos de alienação de controle (*tag along*). Os autores afirmam que a metade das ofertas naquele ano foi de empresas listadas no Novo Mercado e que somente a oferta de ações das Bradespar realizada em ações preferenciais, sem *tag along*, constituiu a única exceção no item governança, o que reforça a importância dada às empresas que aderiram às práticas.

De acordo com o levantamento de Bacha e Chrysostomo (2005), destacaram-se com padrões superiores de governança corporativa na BOVESPA no ano de 2004, as empresas do Novo Mercado: CPFL, Grendene, Sabesp, CCR, DASA, Natura e Porto Seguro.

Eleazar de Carvalho Pinto (2005), em seu artigo sobre "Avanços e desafios na reforma do mercado de capitais brasileiro", ressalta a importância da adoção das melhores práticas de governança corporativa que são exigidas pelos investidores e que, por sua vez, precisam manter uma postura proativa em seus investimentos. Para Carvalho Pinto, a estratégia e a gestão das empresas estão cada vez mais ligadas à sustentabilidade de longo prazo.

2.2.1 O Ambiente Externo

As principais mudanças relacionadas ao ambiente externo da governança corporativa no Brasil foram:

1. os marcos legais e as recomendações da CVM (Comissão de Valores Mobiliários);
2. os compromissos exigidos pela BOVESPA (Bolsa de Valores de São Paulo) para a listagem diferenciada das empresas, segundo os padrões de governança corporativa;
3. as pressões por boa governança exercida pelos investidores institucionais;
4. o código das melhores práticas de governança corporativa pelo IBGC.

2.2.1.1 Marcos legais e as recomendação da CVM

O Brasil passou por duas reformas de grande impacto que mudaram o cenário da governança corporativa no país, sendo a primeira em 2001, com reforma da Lei das Sociedades por Ações, e a segunda em 2002, com a reforma do Código Civil. Em meio a toda essa transição, ocorrem nos Estados Unidos os escândalos e

as megafraudes corporativas que abalaram o mundo dos negócios, e com isso surge a Lei Sarbanes-Oxley em 2002, como uma das mais amplas reações regulatórias.

A Lei Sarbanes-Oxley - SOX não afeta somente aquele país, mas dispõe das empresas estrangeiras com capital norte-americano em qualquer outro país, como no Brasil.

Segundo o Andrade e Rossetti (2006),

a Lei Sarbanes-Oxley regulamentou de forma rigorosa a vida corporativa, imprimindo nova coerência às regras da governança corporativa e apresentando-se como um elemento de renovação das boas práticas de conformidade legal (*compliance*), prestação responsável de contas (*accountability*), transparência (*disclosure*) e senso de justiça (*fairness*).

O objetivo principal da Lei Sarbanes-Oxley é o de proteger os investidores contra fraudes, tornando mais confiáveis e transparentes a avaliação da gestão e a cobrança pelos resultados esperados por todos os *stakeholders*. A Lei Sarbanes-Oxley abrange praticamente a totalidade dos temas da governança corporativa (ANDRADE; ROSSETTI, 2006).

Dentre o conjunto de alterações sofridas no mesmo período, estão as recomendações da CVM sobre a governança corporativa.

A CVM, bem como o conjunto de recomendações, busca estimular o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro por meio da divulgação de práticas de boa governança corporativa.

O objetivo da CVM é o de orientar nas questões que podem influenciar significativamente a relação entre administradores, conselheiros, auditores independentes, acionistas controladores e acionistas minoritários.

A CVM procurou adaptar alguns conceitos de governança corporativa internacional às características próprias da realidade brasileira.

O resumo das recomendações da CVM pode ser verificado nos quadros 6 e 7, a seguir:

QUADRO 6 - RECOMENDAÇÕES DA CVM SOBRE GOVERNANÇA CORPORATIVA

Assembléias	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Facilitar o acesso dos acionistas. ▪ Descrever com precisão os temas que serão tratados. ▪ Incluir matérias sugeridas pelos minoritários.
Estrutura acionária	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Tornar acessíveis os termos de acordos de acionistas. ▪ Dar publicidade à relação dos acionistas e respectivas quantidades de ações. ▪ Definir com clareza as exigências para o voto e as representações.
Proteção a minoritários	<p>Decisões Relevantes</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Deliberação pela maioria do capital social. ▪ Cada ação um voto, independentemente de classe ou espécie. ▪ Temas relevantes: <ul style="list-style-type: none"> - Avaliação de ativos incorporáveis. - Alteração do objeto social. - Fusão, cisão, incorporação. - Transações com partes interessadas.
	<p>Tag Along</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Alienação de controle: oferta pública de aquisição de ações pelo mesmo preço, independentemente de classe ou espécie. ▪ Tratamento igual a todos os acionistas.
	<p>Proteção</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Direito a voto para ações preferenciais no não-pagamento de dividendos. ▪ Divergências entre controladores e minoritários solucionadas por arbitragem. ▪ Proporção de ações ordinárias e preferenciais: limite de 50%. ▪ Transações entre partes interessadas: alinhadas aos interesses de todos os acionistas.

FONTE: Andrade e Rossetti (2006)

QUADRO 7 - RECOMENDAÇÕES DA CVM SOBRE GOVERNANÇA CORPORATIVA

Conselho de Administração	<p>Funções e Objetivos</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Proteger o patrimônio da corporação. ▪ Orientar a direção para maximizar o retorno do investimento.
	<p>Constituição</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ De 5 a 9 conselheiros, tecnicamente qualificados. ▪ Pelo menos 2 conselheiros com capacitação em finanças e técnicas contábeis. ▪ Em corporações com controle compartilhado, o número pode ser maior.
	<p>Funcionamento</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Definir o seu regimento, detalhamento, atribuição e procedimentos. ▪ Submeter a Diretoria Executiva, anualmente, a uma avaliação formal. ▪ Admitir participação de detentores de ações preferenciais. ▪ Os cargos de presidente do conselho (<i>Chairman</i>) e da direção (CEO) devem ser exercidos por pessoas diferentes.
Conselho Fiscal e Auditoria	<p>Conselho Fiscal e Auditores</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Constituição definida por titulares de ações ordinárias e preferenciais. ▪ Adoção de regimento com atribuições e procedimentos. ▪ Relacionamento com auditores supervisionados por Comitê de Auditoria. ▪ Acesso sem limitações a quaisquer informações.
	<p>Análise Trimestral</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Exame e divulgação de fatores que influenciaram o resultado. ▪ Indicação de fatores de risco a que a corporação está sujeita. ▪ Perspectivas do ambiente de negócios: <ul style="list-style-type: none"> - Macroeconômicas. - Relacionados ao setor.
Demonstrações Financeiras	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Adoção de normas internacionais: <ul style="list-style-type: none"> - IASB – <i>International Accounting Standards Board</i>. - GAAP – <i>United States Generally Accepted Accounting Principles</i>.

FONTE: Andrade e Rossetti (2006)

2.2.1.2 BOVESPA – níveis diferenciados de governança

Em 2000, a BOVESPA criou o Novo Mercado e os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa, que têm respondido pela demanda por melhores práticas de governança corporativa no Brasil.

Segundo a BOVESPA, os segmentos de listagem foram desenvolvidos com o objetivo de proporcionar um ambiente de negociação que estimule o interesse dos investidores e a valorização das companhias.

Para corrigir as inadequações da Lei, ficaram estabelecidos os seguintes mercados no país:

1. Mercado Tradicional: com regras de listagem definidas em lei e regulamentada pela CVM;
2. Mercado Diferenciado para a listagem de empresas Nível 1 de Governança Corporativa;
3. Mercado Diferenciado para a listagem de empresas Nível 2 de Governança Corporativa;
4. Novo Mercado.

O quadro 8 sintetiza os fundamentos e os objetivos do Novo Mercado e dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da BOVESPA:

QUADRO 8 - FUNDAMENTOS E OBJETIVOS DO NOVO MERCADO E DOS NÍVEIS DIFERENCIADOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

Fundamentos	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Correlações positivas comprovadas: <ul style="list-style-type: none"> - Rigidez na regulamentação da proteção dos acionistas minoritários e fortalecimento do mercado de capitais. - Fortalecimento do mercado de capitais e crescimento econômico. ▪ Maior crescimento, nos países onde os acionistas minoritários contam com mais garantias, de dois relevantes indicadores. <ul style="list-style-type: none"> - Capitalização das empresas. - Número de empresas abertas.
Objetivos	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Listar empresas segundo adoção das melhores práticas de governança corporativa. ▪ Sinalizar para o mercado as empresas compromissadas: <ul style="list-style-type: none"> - Com monitoramento de atos da administração. - Com regras que equilibram direitos de todos os acionistas (controladores e investidores minoritários). ▪ Compatibilizar o desenvolvimento do mercado, o interesse dos acionistas e a valorização das companhias. ▪ Promover transparência, reduzir volatilidade, aperfeiçoar critérios de precificação e minimizar riscos.

FONTE: Andrade e Rossetti (2006)

Os mercados diferenciados para empresas de Nível 1 e 2 foram criados em dezembro de 2000 e, ainda em 2006, foram introduzidas alterações nos regulamentos para atender a três objetivos: adequar as normas às exigências das próprias empresas; atender às crescentes exigências dos investidores e uniformizar as definições do mercado com as dos órgãos reguladores.

Segundo Andrade e Rossetti (2006), a criação dos níveis diferenciados tem o objetivo de proporcionar um ambiente de negociação que estimule o interesse dos investidores e ao mesmo tempo a valorização das companhias.

Para a adesão aos novos segmentos de mercado, as empresas submetem-se à assinatura de um contrato de adesão que envolve os controladores das empresas, os administradores e a bolsa. Os compromissos assumidos vão além das disposições legais, e a questão a ser respondida é: a adesão aos segmentos de mercado, com a conseqüente melhoria nas práticas de governança, aumenta o valor das empresas?

A maior proteção e maior presença dos minoritários são pontos-chave exigidos pela listagens diferenciadas, considerando que o maior número de investidores é condição necessária para a maior liquidez e conseqüentemente o fortalecimento do mercado de capitais, que traz benefícios para os investidores, para as empresas e para a economia como um todo.

Outras condições são fundamentais para a adesão, tais como: a transparência, a prestação de contas responsável, a igualdade no tratamento dos acionistas, regras claras e *enforcement* das condições de contrato.

2.2.1.2.1 Nível 1 de Governança Corporativa

Como já visto no tópico anterior, a adesão aos níveis diferenciados da BOVESPA impõe às companhias interessadas regras e condições claras para o ingresso.

Algumas condições, como as abaixo apontadas, estão relacionadas e são exigidas das empresas para listagem no Nível 1:

- *Free-float*: manutenção em circulação de parcela mínima de ações, representando 25% do capital;

- Informações adicionais: além das informações trimestrais e anuais já exigidas por lei, as empresas precisam abrir para o mercado as demonstrações consolidadas com os resultados; uma revisão especial por auditor independente é requerida; os fluxos de caixa da companhia e o consolidado; a quantidade e as características dos valores mobiliários de emissão da companhia detidos pelos grupos controladores, por conselheiros e por diretores executivos, indicando a sua evolução no último período; a quantidade das ações em circulação, por tipo e classe;
- Dispersão: mecanismos de ofertas públicas de ações que favoreçam a maior dispersão do capital;
- Partes beneficiárias: proibição de emissão de partes beneficiárias e inexistência desses títulos em circulação;
- *Disclosure*: cumprimento de regras de *disclosure* em operações envolvendo ativos da companhia, por parte de seus acionistas, controladores ou administradores;
- Subsídios para análise: novos prospectos de oferta pública de ações, abrir informações sobre descrição dos negócios, processos produtivos e mercados, fatores de risco dos negócios da empresa, avaliação da administração e outros elementos que subsidiem o processo de precificação;
- Posições acionárias: abertura da posição acionária de qualquer acionista que detiver mais de 5% do capital votante;
- Acordos de acionistas: divulgação dos acordos de acionistas, para boa compreensão das regras que regem o relacionamento entre os controladores;
- *Stock options*: divulgação dos programas de opções de aquisição de ações destinados aos administradores;
- Negócios com ações: obrigatoriedade de divulgação mensal dos negócios com ações da empresa por parte de controladores, administradores e conselheiros fiscais;

- Reunião pública: realização de pelo menos uma reunião pública anual com analistas de mercado para apresentar a situação econômico-financeira da empresa, seus projetos e perspectivas;
- Calendário anual: disposição para o mercado do calendário anual dos principais eventos corporativos, como assembléias e reuniões de divulgação de resultados;
- Sanções: divulgações dos nomes das companhias às quais forem aplicadas penalidades pela BOVESPA.

De acordo com as condições previstas, verifica-se que as companhias que aderem à listagem de Nível 1 ficam sujeitas a um conjunto de regras que, se não cumpridas, prevêem a aplicação de sanções. Cabe aqui novamente a pergunta relativa à questão da valorização: essas companhias são melhor valorizadas por estarem neste nível?

2.2.1.2.2 Nível 2 de Governança Corporativa

Da mesma forma que há condições e exigências para a adesão ao Nível 1, verifica-se que para o Nível 2, além dessas condições, outros requisitos são exigidos, cujo objetivo principal é o mesmo: a transparência, a igualdade no tratamento dos acionistas, regras claras e *enforcement* das condições de contrato.

Os requisitos exigidos para a listagem no Nível 2, além dos já mencionados para a Listagem de Nível 1, são os seguintes:

- Padrões internacionais: elaboração de demonstrações financeiras de acordo com os padrões internacionais: *IASC (International Standards committee)* ou *USGAAP (Generally Accounting Principles in the United States)*;
- *Tag along*: em caso de venda do controle acionário, extensão da oferta de compra para todos os acionistas detentores de ações ordinárias, com pagamento do mesmo valor de aquisição das ações do grupo de

controle. Aos detentores de ações preferenciais, pagamento de no mínimo 80% do valor das ordinárias;

- Direito de voto: concessão de direito de voto aos detentores de ações preferenciais, para matérias de alta relevância corporativa: a) transformação, incorporação, fusão ou cisão da companhia; b) aprovação de contratos entre a companhia e o seu controlador ou outros em que possa haver conflitos de interesses; c) avaliação de bens que concorram para o aumento de capital; e d) escolha de empresa especializada para determinação do valor econômico da companhia, na hipótese de fechamento do capital;
- Fechamento do capital: oferta pública das ações em circulação, tomando por base o valor econômico da companhia, determinado por empresa especializada, selecionada pela assembleia geral, por lista tríplice fornecida pelo conselho de administração. A escolha será por maioria absoluta dos votos das ações em circulação, independentemente de sua espécie ou classe;
- Controle difuso: nas companhias em que o controle não é exercido por um acionista controlador formalmente caracterizado, a BOVESPA conduzirá o processo de oferta pública de aquisição de ações para a saída desse segmento de mercado;
- Conselho de Administração: constituição desse órgão de governança por, no mínimo, cinco membros, com mandatos que podem estender-se por até dois anos. A proporção de conselheiros independentes deverá ser, no mínimo, de 20%;
- Arbitragem: adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado, à qual serão submetidos todos os conflitos que possam surgir da aplicação nos segmentos diferenciados de mercado, das normas de órgão reguladores e das relações acionistas-conselhos-direção.

2.2.1.2.3 Novo Mercado

É um segmento de listagem destinado à negociação de ações emitidas por empresas que se comprometem, voluntariamente, com a adoção de práticas de governança corporativa e disposições adicionais em relação ao que é exigido pela legislação.

Os fundamentos, objetivos e requisitos para o Novo Mercado são semelhantes aos aplicados aos Níveis 1 e 2, porém o Novo Mercado está mais voltado para: empresas que venham a abrir capital, mediante distribuição pública mínima de R\$ 10 milhões; empresas de capital aberto que tenham pelo menos quinhentos acionistas, apenas com ações ordinárias; e empresas de capital aberto com ações também preferenciais, que possam convertê-las em ordinárias.

Além dos requisitos exigidos para o Níveis 1 e 2, as seguintes condições são acrescentadas para a adesão ao Novo Mercado:

- Apenas ações ordinárias: a empresa deve ter e emitir exclusivamente ações ordinárias, tendo todos os acionistas direito a voto;
- *Tag along*: em caso de venda do controle acionário, o comprador estenderá a oferta de compra a todos os demais acionistas, assegurando-lhes o mesmo tratamento dado ao grupo controlador;
- O percentual mínimo de ações em circulação *free float* é de 25%;
- No mínimo cinco membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes;
- Demonstrações Financeiras anuais no padrão internacional USGAAP ou IFRS;
- Obrigatória a adoção da Câmara de Arbitragem do Mercado.

Segundo Bacha e Chrysostomo (2005), a criação do Novo Mercado propiciou uma plataforma sobre a qual se pode construir uma escala de valores diferentes para empresas que demonstram ter níveis superiores de governança corporativa.

Os autores citam como exemplo de sucesso a Natura no Novo Mercado, que lançou as ações em 2004 com uma demanda essencialmente de investidores internacionais, demonstrando a percepção sobre o nível de crescimento, boa governança corporativa e baixa correlação com a volatilidade do ambiente econômico.

Segundo esses autores, a expectativa do mercado em relação à atuação da Natura pode ser resumida pelo: bom desempenho econômico; pela consistência e capacidade para enfrentar volatilidade; pelos princípios de negócio baseados em relações responsáveis e transparentes; pela governança de qualidade; pela criação de valores para o acionista e para a sociedade e pelo compromisso como o desenvolvimento sustentável.

Já a Natura, com todas essas ações, espera que o mercado não só represente uma fonte de recursos para o crescimento, como também ajude a monitorar e perenizar o negócio.

2.2.1.2.4 Efeitos da Migração para as Listagens Diferenciadas

O Novo Mercado e os Níveis 1 e 2 foram criados em dezembro de 2000 e as migrações do mercado tradicional começaram a ocorrer apenas em junho de 2001, de acordo com a BOVESPA. Esta divulgou logo então um novo índice de desempenho das empresas no mercado, o IGC (Índice de Ações com Governança), que inclui todas as empresas admitidas à negociação no Novo Mercado e nos Níveis 1 e 2 de Governança Corporativa.

Apesar de as migrações não terem sido significativas desde a criação das listagens diferenciadas, como mostra a tabela 1, da BOVESPA, segundo o IBOVESPA, no período de 2001-2006, a valorização das empresas foi de 183% comparado com o IGC, que foi de 327% no mesmo período.

TABELA 1 - NÚMERO DE EMPRESAS LISTADAS NOS SEGMENTOS DIFERENCIADOS DA BOVESPA

ANOS	GOVERNANÇA CORPORATIVA		NOVO MERCADO	TOTAL	
	Nível 1	Nível 2		Ano a ano	Acumulado
2002	6	3	2	11	26
2003	10	-	-	10	36
2004	2	7	7	16	52
2005	3	1	12	16	68
2006 ^(a)	-	-	2	2	70
TOTAL	36	11	23	70	70

FONTE: BOVESPA

(1) Primeiro trimestre.

Os números revelam que há um deslocamento entre a capitalização e a negociação das empresas de listagens diferenciados em relação ao mercado como um todo. Isto mostra uma evolução do mercado e também a preferência dos investidores pelas empresas que compõem o IGC.

Apesar da evolução do mercado, a tabela 1 demonstra a baixa adesão das companhias aos níveis diferenciados: segundo a BOVESPA, das 70 empresas listadas nesses segmentos no final de 2005, 23, o que corresponde a 32,8% do total, são empresas que abriram seu capital nos últimos cinco anos, aderindo ao novo mercado. Isto significa que somente 13,7% das 70 empresas aderiram.

Peixe (2003) evidenciou que a baixa adesão se dá pelo temor das empresas à perda ou ao compartilhamento do poder. Do total de empresas que aderiram ao Nível 1 de Governança Corporativa, 85,7% apontaram esse requisito como um obstáculo à migração. Outros dois obstáculos foram apontados: com 61,9%, o direito a voto às ações preferenciais em matérias de alto impacto; com 52,4%, a adesão à câmara de arbitragem. Outros porém, como *Tang along*, transparência e restrições ao uso de informações assimétricas, foram considerados atrativos pela amostra.

O quadro 9, retirado de Peixe (2003), demonstra as reações das empresas a alguns requisitos exigidos para a migração às listagens diferenciadas de governança corporativa:

QUADRO 9 - REAÇÕES DAS EMPRESAS A REQUISITOS EXIGIDOS NA MIGRAÇÃO PARA LISTAGENS DIFERENCIADAS

REQUISITOS CONSIDERADOS		AVALIAÇÃO DAS EMPRESAS		PRAZO ESTIMADO PARA ADEQUAÇÃO	
		Obstáculos	Atrativos	Médio	Longo
Governança	▪ Direito de voto às ações preferenciais em matérias de alto impacto.	•		•	
	▪ <i>Tag along</i> .		•	•	
	▪ Adesão à câmara de arbitragem.	•		•	
	▪ Mandato unificado para conselho de administração.	Indefinido		•	
Transparência	▪ Demonstrações contábeis seguindo normas internacionais.			•	
	▪ Uso de informações assimétricas: restrições à negociação de ações por controladores e gestores.			•	
Controle	▪ Emissão apenas de ações ordinárias.	•			•

FONTE: Peixe (2003)

A tabela 2, a seguir apresentada, mostra a participação das empresas listadas nos segmentos diferenciados no valor de mercado e no volume negociado na BOVESPA.

TABELA 2 - PARTICIPAÇÃO DAS EMPRESAS LISTADAS NOS SEGMENTOS DIFERENCIADOS NO VALOR E NO VOLUME NEGOCIADO NA BOVESPA

ANOS	PARTICIPAÇÃO % EM RELAÇÃO AO TOTAL		
	Do universo das companhias listadas	Do valor de mercado das companhias listadas	No volume negociado
2001	3,5	19	14
2002	6,5	23	23
2003	9,8	35	25
2004	14,5	39	34
2005	19,8	45	45
2006 ⁽¹⁾	20,4	47	48

FONTE: BOVESPA

(1) Primeiro trimestre.

Da mesma forma que se verificou a participação no valor de mercado e volume negociado, a tabela 3 demonstra a evolução do índice IBOVESPA comparados com o índice IGC:

TABELA 3 - EVOLUÇÃO COMPARATIVA DOS ÍNDICES IBOVESPA E IGC

ANOS ⁽¹⁾	ÍNDICES NOMINAIS		EVOLUÇÃO	
	IBOVESPA	IGC	IBOVESPA	IGC
2001	13.577	1.010	100	100
2002	11.268	1.026	83	102
2003	22.236	1.845	164	183
2004	26.196	2.545	193	252
2005	33.455	3.658	246	362
2006 ⁽²⁾	38.382	4.316	283	427

FONTE: BOVESPA

(1) Índices no final de dezembro.

(2) Final do 1.º bimestre.

O resultado dos índices indicam que desde a criação das listagens diferenciadas em que os dois índices têm sido calculados, em nenhum ano desse período, o IGC ficou abaixo, mostrando o diferencial atribuído às empresas com índice de ações com governança corporativa diferenciada.

2.2.1.3 Boa Governança - pressões dos investidores institucionais

Os investidores institucionais, também conhecidos como fundos de pensão, que detêm expressivas participações acionárias das empresas, fazem pressão pelas boas práticas de governança e para participar ativamente das assembleias gerais e ter assento nos conselhos de administração e fiscal.

A PREVI, como o maior fundo de pensão do país, que concentra mais de 25% do total dos investimentos das entidades de previdência complementar no Brasil, criou em 1999 as bases de um modelo estruturado para aumentar a sua efetiva presença no processo de governança corporativa das empresas em que mantinha altas participação acionária.

Em 2004, foi editado o Código PREVI de Melhores Práticas de Governança Corporativa, o qual encontra-se para consulta no Anexo A.

2.2.2 O Ambiente Interno

Após ter-se verificado o ambiente externo e a governança corporativa, cabe agora um aprofundamento sobre o ambiente interno das companhias, cujas características de valores e cultura influenciam o modelo de governança corporativa adotado no Brasil.

As condições internas predominantes das companhias que influenciam o modelo brasileiro de governança corporativa são:

- a alta sobreposição entre a propriedade e a diretoria executiva;
- estilo de gestão predominante do tipo comando e controle: eficácia estratégica e bons resultados dependentes de lideranças carismáticas e personalistas;
- conselhos de administração de baixa efetividade: geralmente constituídos por membros escolhidos por afinidades pessoais, laços de família e ligações com bloco de controle;
- em grupos familiares, papéis dos acionistas, do conselho de administração e da diretoria executiva não claramente definidos: geralmente nas empresas familiares não se observam segregação e clareza na divisão dos papéis e responsabilidades, podendo gerar alto potencial de conflitos;
- pouca clareza quanto à relação custo/benefício da boa governança e da migração para listagens diferenciadas.

Segundo Andrade e Rossetti (2006), várias são as condições influenciadoras do modelo brasileiro de governança, praticado pela maioria das empresas, porém de todas, as reunidas no cenário corporativo, que pode ser entendido como as condições internas mencionadas acima, são as de maior influência no modelo. Além dessas condições, também a cultura das empresas e o estilo de gestão, principalmente dos grupos familiares, adotam práticas internas bem distantes das recomendadas pelos códigos de boa governança.

2.2.3 O Modelo Brasileiro de Governança Corporativa

Após a verificação das variáveis internas e externas, influenciadoras do modelo brasileiro de governança, o Anexo B traz o Modelo de governança corporativa praticado no Brasil, segundo os autores Andrade e Rossetti (2006).

Resumindo, o modelo brasileiro de governança ainda tem sido muito influenciado pelas condições internas das companhias que se sobressaem às condições externas. Contudo, apesar da lentidão nos processos de governança, há claros sinais de mudanças em curso, principalmente motivadas pelas forças externas para aquelas companhias que sofreram reestruturações, processos de fusões e aquisições, aquelas que necessitam de recursos externos de financiamento, como dos fundos de previdência, por exemplo. Também verificaram-se mudanças nas companhias que aderiram ao Novo Mercado e Níveis 1 e 2 de Governança Corporativa da BOVESPA.

Ainda que o processo seja lento, ele é irreversível, pois a governança corporativa se fundamenta em pilares que se reforçam mutuamente. Os seus objetivos, como já verificados, são: a segurança dos investidores, a valorização das empresas, o desenvolvimento do mercado de capitais, o crescimento e a dinamização econômica do país.

A tendência é a mudança contínua nos processos de adoção das práticas de governança corporativa no Brasil, seja por meio de fusões, aquisições, necessidade de captação externa das companhias, seja pela migração para novas listagens da BOVESPA. A busca pelos mais eficazes padrões de governança está fortemente ligada à competição global entre os países pelo capital e pelos investimentos das corporações. Esses investimentos são atraídos pela existência de ambientes favoráveis ao desenvolvimento dos negócios corporativos.

A proteção dos acionistas, os padrões rigorosos de contabilização, a prestação responsável de contas, as relações eficazes entre a propriedade, os conselhos e a direção, contam pontos positivos na definição dos níveis de atratividade dos países aos investidores. Dessa forma, entre as condições impostas, estão as práticas adotadas

pelas empresas que devem seguir os princípios, os códigos e condições institucionais dos países.

2.3 INDICADORES DE DESEMPENHO

Neste tópico, tratar-se-á dos indicadores de desempenho econômico e financeiro das empresas.

A importância em se identificar os indicadores de desempenho é reforçada pelas idéias de Kaplan e Norton (1997), que consideram que as medidas ou indicadores devem cobrir todas as dimensões da empresa.

Para Fernandes e Berton (2005), as organizações podem controlar vários indicadores, contudo resta a elas definirem quais indicadores são relevantes, se estão de acordo com os objetivos e as estratégias e irão refletir os resultados esperados.

No presente trabalho, os indicadores considerados fundamentais são aqueles relacionados ao resultado financeiro e econômico das empresas, que evidenciam a evolução delas durante o período delimitado para o estudo.

2.3.1 Indicadores Financeiros

Segundo Fernandes e Berton (2005), os indicadores financeiros não demonstram os resultados das empresas conforme a sua dinâmica, por não considerarem a inter-relação entre os diversos segmentos da empresa e destes com o ambiente.

Para Hoji (1999, p.274), "a técnica de análise por meio de índices consiste em relacionar contas e grupos de contas para extrair conclusões sobre tendências e situação econômico-financeira da empresa".

Fernandes e Berton (2005) consideram que, apesar de os indicadores tradicionais representarem pouco na análise do desempenho da empresa, não podem ser totalmente descartados, pois eles servem de referência para a análise dos outros indicadores como os de mercado, por exemplo.

Os indicadores financeiros tradicionais levam em conta somente os bens tangíveis das empresas e também se referem aos resultados já ocorridos, por serem calculados com bases nas demonstrações financeiras.

Os principais indicadores financeiros são apresentados a seguir.

2.3.1.1 Índices de liquidez

Segundo Berton (2003), os índices de liquidez medem a posição financeira da empresa, em termos de sua capacidade de pagamento. Assim, um bom índice de liquidez significa dizer que a empresa equiparou os prazos dos pagamentos com o prazos dos recebimentos.

De acordo com Hoji (1999), estes índices estão divididos em:

- Liquidez corrente (Ativo Circulante/Passivo Circulante): indica quanto a empresa possui em dinheiro, mais os bens e direitos realizáveis no decorrer do exercício seguinte, para pagar suas dívidas com vencimento no mesmo período de tempo;
- Liquidez geral: $[(\text{Ativo Circulante} + \text{Realizável Longo Prazo}) / (\text{Passivo Circulante} + \text{Exigível Longo Prazo})]$: indica a capacidade de pagamento de todas as dívidas, tanto de curto como de longo prazo. A situação é favorável se o coeficiente for superior à unidade, pois significa que a empresa tem mais ativos do que passivos; por outro lado, caso o coeficiente seja inferior à unidade, considera-se a situação como desfavorável, pois significa que a empresa está recorrendo a capitais de terceiros, assumindo despesas financeiras;
- Capital circulante líquido (Ativo Circulante - Passivo Circulante): indica as aplicações de recursos no giro dos negócios da empresa. Se o resultado for positivo, significa uma situação financeira favorável; quando negativo, indica que a empresa tem mais obrigações de curto

prazo do que bens e direitos de curto prazo, podendo caracterizar-se uma situação desfavorável.

2.3.1.2 Índices de rentabilidade

Segundo Fernandes e Berton (2005, p.191), “os índices de rentabilidade avaliam a capacidade da empresa em gerar resultados”.

Conforme Hoji (1999, p.283), “os índices de rentabilidade medem quanto estão rendendo os capitais investidos”.

Tais índices estão divididos em:

- Margem bruta (Lucro bruto/ROL): indica quanto a empresa obtém de lucro bruto para cada R\$ 1,00 de receita líquida. Segundo Schrickel (apud BERTON, 2003), quanto maior, melhor.

Segundo Hoji (1999),

- Margem líquida: indica qual foi o lucro líquido em relação à receita operacional líquida, que é calculada a partir da seguinte fórmula:

$$\text{Margem Líquida} = \text{Lucro Líquido} / \text{Receita Operacional Líquida}$$

ou

$$\text{Margem Líquida \%} = \text{Lucro Líquido} / \text{Receita Líquida Operacional} * 100$$

- Retorno sobre o Patrimônio Líquido: indica o rendimento obtido pela empresa como remuneração do investimento dos acionistas de acordo com as demonstrações financeiras e é calculado da seguinte forma:

$$\text{Retorno sobre o Patrimônio Líquido: } (\text{Lucro Líquido} / \text{Patrimônio Líquido}) \times 100$$

$$\text{Rentabilidade Patrimônio (pat.final) \%} = A/B * 100$$

$$A = \text{Lucro Líquido}$$

$$B = \text{Patrimônio Líquido (quando menor que zero anular o indicador)}$$

- O *EBITDA (Earnings Before Interests and taxes)*, é, respectivamente, o lucro antes dos juros e do imposto de renda. Este indicador é uma medida financeira utilizada pelas empresas para auferir os seus resultados, desconsiderando as diferentes políticas de depreciação e as várias formas de financiamento. A fórmula para o cálculo do *EBITDA* é a seguinte:

$$EBITDA \text{ por ação R\$} = A + B + C$$

A = Lucro Operacional EBIT (por ação)

B = Depreciação, Amortização e Exaustão (por ação)

C = Juros Pagos/Recebidos

ou seja,

$$EBITDA \text{ R\$} = \text{Lucro Operacional EBIT} + \text{Deprec, Amort, Exaustão} + \text{Juros Pagos/Recebidos}$$

2.3.1.3 Indicadores de estrutura e endividamento

Segundo Hoji (1999, p.277), os indicadores de estrutura e endividamento, "indicam o grau de dependência da empresa com relação a capital de terceiros e o nível de imobilização do capital".

Segundo Schrickel (apud BERTON, 2003), é fundamental que toda e qualquer empresa mantenha seu endividamento oneroso em níveis prudentes e gerenciáveis. Para Berton (2003), quanto menor o índice de endividamento melhor, pois significa que a empresa gerencia e mantém níveis desejáveis de capital de terceiros.

Os índices de estrutura e endividamento avaliam a segurança oferecida pela empresa aos capitais alheios e revelam a sua política de obtenção de recursos e de aplicação dos recursos nos diversos itens do ativo.

Para se verificar o grau de endividamento de uma empresa, faz-se necessário analisar vários índices de endividamento, tais como:

- Endividamento geral $[(\text{Passivo Circulante} + \text{Exigível Longo Prazo})/\text{Ativo Total}]$: que indica a porcentagem dos ativos totais financiada por capital de terceiros.

Os índices de estrutura e endividamento demonstram a composição do capital total das empresas, evidenciando se existe ou não a participação de capitais de terceiros. Se existe participação de capitais de terceiros também o seu grau de endividamento será calculado:

- Participação Capitais Terceiros sobre os Recursos Totais $[\text{Exigível Total}/(\text{Exigível Total} + \text{Patrimônio Líquido})]$;
- Composição de Endividamento $[\text{AP}/(\text{PC} + \text{ELP})]$: indica a participação do capital de terceiros a curto prazo com relação ao total das exigibilidades.
- Custo do capital de terceiros:

$$Kd \text{ nom (Custo Capital Terceiros) \%} = A/(B+C+D+E) * 100$$

A = Despesas Financeiras

B = Financiamento Curto Prazo (no início do período)

C = Financiamento Longo Prazo (no início do período)

D = Debêntures Curto Prazo (no início do período)

E = Debêntures Longo Prazo (no início do período)

Segundo Berton (2003, p.59),

os indicadores tradicionais apresentam com certa precisão o desempenho financeiro da empresa no passado. Certamente, qualquer analista, investidor ou não, deve ficar atento a esses indicadores, mas não podem ficar restritos somente a eles em função de que esses indicadores não demonstram a tendência futura da empresa, nem permitem avaliar os ativos intangíveis.

Diante desse contexto e após verificados alguns dos indicadores financeiros, cabe também a apresentação dos indicadores de desempenho mais atrelados à atualidade e ao mercado, os quais poderão ser verificados a seguir.

2.3.2 Indicadores de Mercado

Considerando-se que os indicadores financeiros são baseados nas demonstrações financeiras e que estes podem não refletir os fatores externos e intangíveis que influenciam os resultados das empresas, serão também abordados neste trabalho os indicadores de mercado.

Nos indicadores de mercado, diferentemente dos indicadores baseados nas demonstrações contábeis, considera-se como o valor da empresa o que os diversos investidores estariam dispostos a pagar pela empresa, levando-se em conta que o valor da empresa são os seus ativos tangíveis demonstrados em balanços somados aos ativos Intangíveis. Como intangível neste trabalho está a adoção das práticas de governança corporativa.

2.3.2.1 EP – *Economic Profit*

O *Economic Profit (EP)* ou Lucro Residual é o indicador que vem sendo utilizado para medir a performance dos negócios há mais de 30 anos, de acordo com Solomons (1965). Este indicador foi refinado por consultores americanos da Stern Stewart & Co. (USA) surgindo então o *Economic Value Added - EVA®*, que será abordado em seguida.

O *Economic profit* descreve o lucro excedente de um negócio num determinado período, após todas as deduções das despesas incluindo o custo da utilização do capital investido no negócio, considerando que o indicador Lucro Líquido ignora os juros sobre o capital associado, caso estes existam. Isso pode ser um problema para aquelas empresas que se utilizam apenas do lucro líquido como medida de desempenho, pois uma vez que este indicador desconsidera os juros sobre o capital, a empresa pode parecer lucrativa e não necessariamente o ser se utilizar o indicador do Lucro Residual ou *Economic Profit* (COOPER; DAVIES, 2001).

Conforme Cooper e Davies (2001), o Lucro Residual ou *Economic Profit* é a diferença entre o retorno sobre capital e o custo do capital. O indicador, segundo os autores, pode ser calculado de duas formas:

$$EP = \text{Capital investido} \times (\text{retorno sobre capital ROC} - \text{WACC})$$

ou

$$EP = \text{Lucro operacional após as taxas} - \text{custo do capital}$$

A primeira fórmula claramente demonstra que o *Economic Profit* representa o montante de capital investido no negócio multiplicado pela diferença entre o retorno alcançado sobre o capital investido e o custo médio ponderado do capital.

A segunda fórmula deduz o custo de capital (capital investido x custo médio ponderado do capital) do Lucro Operacional após as taxas.

O *EP*, como já mencionado, pode ser utilizado para valorizar um negócio; contudo, vale ressaltar que o *Economic Profit* requer dois ajustes no Lucro Operacional. Deve-se ajustar a taxa de cobrança sobre o capital e deduzir do capital o custo. Por outro lado, deve-se tomar cuidado para não se ter resultados distorcidos em função da inflação e das diferentes taxas de depreciação.

O resultado do *EP* é influenciado por três fatores-chaves:

- o retorno sobre o capital - ROC;
- o custo do capital; e
- o aumento do novo capital.

2.3.2.2 *EVA – Economic Value Added*

O EVA®, para Stewart (1991), é uma extensão refinada do *EP*, conforme mencionado no item anterior.

Segundo Stewart (1991), o EVA® pode ser calculado de três formas:

$$EVA = \text{capital investido ajustado} \times$$

$$(\text{retorno sobre capital ajustado} - \text{custo médio ponderado do capital})$$

EVA = lucro operacional após as taxas – custo do capital

EVA = lucro operacional após as taxas -

(capital investido ajustado x custo médio ponderado do capital)

O EVA® - *Economic Value Added*, uma sigla para valor econômico agregado, é nas palavras de Ehrbar (1999, p.1): "uma medida de desempenho empresarial que difere da maioria das demais ao incluir uma cobrança sobre o lucro pelo custo de todo o capital que uma empresa utiliza".

Para Martins (2001, p.244), o EVA® é compreendido como

uma resposta à necessidade de medidas de desempenho que expressem a adequada criação de riqueza por um empreendimento. Esse conceito foi desenvolvido durante a década de 1980 e amplamente divulgado pela obra de Stewart (1991).

Para Ehrbar (apud BERTON, 2003), o encargo de capital no EVA é o que os economistas chamam de custo de oportunidade. O EVA é o lucro na forma que os acionistas o medem, pois se os acionistas esperam uma taxa de retorno mínima de, por exemplo, 12% sobre seu investimento, estes não começam a “ganhar dinheiro” enquanto os lucros não ultrapassarem esse percentual.

O valor presente líquido de um futuro EVA esperado para uma unidade em operação, projeto ou investimento é o valor econômico que, segundo Berton (2003), é usado para avaliar decisões estratégicas e operacionais.

Dessa forma, entende-se que o EVA é o indicador para o gerenciamento orientado para valor, que, segundo Ehrbar (1999), é calculado da seguinte forma:

$EVA = NOPAT - C\% (TC)$,

onde:

NOPAT (Net Operational Profit After Taxes) = é o lucro operacional líquido após tributação

C% = Custo percentual de Capital

TC = Capital Total

A soma dos valores presentes do valor econômico agregado esperado dos períodos futuros – o EVA a valor presente – é o valor econômico da unidade de negócio, projeto ou investimento. A taxa de desconto equivale à taxa de custo do capital.

O método de valor econômico agregado obedece ao procedimento de análise dinâmica do investimento: o valor econômico equivale ao valor presente líquido do fluxo de caixa do futuro investimento.

Segundo Berton (2003, p.79),

um investimento é vantajoso se o EVA for positivo. Projetos com o valor econômico agregado positivo contribuem para o aumento do valor de mercado da empresa, criando assim, o valor. Em contrapartida, projetos com EVA negativo destroem o valor. Vale observar que sob o aspecto da vantagem competitiva entre os dois investimentos, deve ser escolhido o projeto com o maior EVA positivo.

A fórmula do EVA ilustra as maneiras mais importantes de criação de valor, e dentre elas destaca-se o crescimento mediante investimentos em projetos com um valor agregado positivo, por meio de: aquisições e investimentos estratégicos para melhorar a competitividade de longo prazo; a desmobilização de atividades de negócio não competitivas em mercados com potenciais limitados.

A taxa de custo do capital inclui não apenas o custo do capital de terceiros, mas também o, ainda maior, custo de capital próprio. Desse modo, a despesa de capital reflete o retorno esperado de todos os investidores. Um EVA positivo é mostrado somente quando se atinge o retorno solicitado por acionistas.

2.3.2.3 SVA – *Shareholder Value Analysis*

O *Shareholder Value Analysis* (SVA) é um indicador que foi desenvolvido por Alfred Rappaport nos anos 80 e que pode ser usado para estimar o valor do investimento para os acionistas em uma companhia ou unidade de negócio. Este indicador também pode utilizado como base para a formulação de decisões estratégicas. O valor das operações para um negócio é determinado pelo desconto do fluxo de caixa futuro com um custo de capital apropriado (COOPER; DAVIES, 2001).

Para encontrar o valor para o acionista, o valor dos “títulos negociáveis ou outros investimentos” deve ser adicionado ao valor do negócio e o valor do débito deve ser subtraído.

O fluxo de caixa operacional reflete o fluxo de caixa das operações do negócio por um período, como, por exemplo, antes de qualquer aplicação financeira, assim como aqueles destinados ao pagamento de dividendos e juros.

O cálculo do fluxo de caixa operacional pode ser obtido por meio da seguinte equação:

$$\text{Fluxo de Caixa Operacional} = \text{vendas} - \text{custos operacionais} + \text{depreciação} - \text{impostos sobre o lucro} - \text{investimento no capital fixo} - \text{investimento no capital de trabalho}$$

Segundo Cooper e Davies (2001), o SVA é um indicador que pode ser usado como base para decisões estratégicas, comparando-se os valores antes e após as tomadas de decisões. Por outro lado, segundo os autores, o maior problema com a utilização deste indicador está no processo de estimar valores futuros, que podem não refletir corretamente a realidade e distorcer os resultados.

2.3.2.4 MVA – Market Value Added

Tanto o *EVA- Economic Value Added* (Valor econômico agregado) quanto o *MVA® -Market Value Added* (Valor de mercado agregado) são exemplos de indicadores de mensuração do valor da empresa.

Martins (2001) considera que o MVA representa as expectativas do mercado sobre os resultados futuros da empresa, ou seja, por estar ligado ao futuro pode representar aos investidores uma visão mais abrangente que não somente os resultados presentes.

Segundo Ehrbar (1999, p.35), "o valor de mercado não diz absolutamente nada sobre a criação de riqueza. Diz o valor de uma empresa, porém despreza aquele assunto vital de quanto capital a empresa investiu para alcançar tal valor".

Dessa forma, cabe observar que, para a avaliação de uma empresa, não é o seu valor de mercado, mas o valor total de mercado, considerando-se tanto as ações quanto o endividamento, subtraindo-se o capital total. Essa diferença é denominada *Market Value Added – MVA®* e (ou) Valor de Mercado Agregado.

Sua fórmula, segundo Ehrbar (1999), é a seguinte:

$$MVA^{\circledR} = \text{Valor de Mercado} - \text{Capital Total}$$

$$\text{Valor de Mercado} = \text{Cotação não ajustada p/provisão} * \text{Total Ações Ex-tesouraria calc.}$$

Para sintetizar, o MVA® é a diferença entre o Patrimônio Líquido e o Valor de Mercado da empresa.

Para o cálculo do MVA®, toma-se o valor bruto de mercado e subtrai-se o capital total acumulado investido, sobrando como resultado o valor presente líquido da empresa. Dessa forma, o MVA® é o valor de mercado de uma empresa menos o valor contábil de seu capital investido.

O MVA® é a medida definitiva de criação de riqueza; diferencia-se das demais medidas por representar a diferença entre o valor investido na empresa como capital e o que os investidores poderiam receber com a venda no valor de mercado.

Para Ehrbar (1999), o MVA® é automaticamente ajustado para o risco, porque incorpora os julgamentos de investidores quanto ao risco que vão além do desempenho. O objetivo financeiro maior de toda empresa deveria ser criar tanta riqueza para acionistas – tanto MVA® – quanto possível.

Segundo Ehrbar (1999),

- o MVA® somente poderá ser calculado se a empresa tiver suas ações negociadas em bolsa e tiver um preço de mercado;
- mesmo para empresas de capital aberto, o MVA® somente poderá ser calculado consolidado, ou seja, não há MVA® para uma divisão ou unidade de negócios;
- a volatilidade dos preços do mercado de ações apresenta um impacto direto nas atitudes do gerenciamento e o MVA®;

- não existe um elo preciso entre as atitudes do gerenciamento e o MVA®;
- não existe relação entre o MVA® e aqueles que conduzem a atividade.

2.3.2.5 Lucro/Preço

O Lucro por ação é igual ao lucro que a empresa teria com a venda das ações, sendo o Lucro/preço calculado da seguinte forma:

$$\text{Lucro/Preço (x)} = A/B$$

A = Cotação não ajustada p/provisão

B = Lucro Líquido (por ação)

3 METODOLOGIA

Para complementar e dar sustentação à base teórico-empírica, faz-se necessária a confirmação na prática por meio de um trabalho científico fundamentado em procedimentos metodológicos adequados, que trate os conceitos e os fenômenos estudados de forma coerente e consistente.

Foi utilizado o critério não-probabilístico de amostragem, ou seja, a amostra foi intencionalmente escolhida, compondo-se de 7 (sete) empresas de capital aberto com ações na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), que aderiram ao Novo Mercado e às boas práticas de governança corporativa, de um total de 70 empresas.

Essas empresas encontram-se atualmente na listagem diferenciada da BOVESPA, mais especificamente na listagem do Novo Mercado, compreendendo vários setores da indústria brasileira, tais como: vestuário, aviação, coberturas, alimentos, motores, saneamento e energia.

Para a escolha das empresas, foram verificados primeiramente os dados de várias empresas pertencentes ao Novo Mercado, no Economática, sistema que traz as indicadores financeiros dos resultados consolidados e não-consolidados, os indicadores de mercado, os resultados das ações, o cadastro das empresas etc.

Nesse levantamento, verificou-se que muitas empresas não apresentam os resultados para determinados períodos porque abriram o capital recentemente e ainda não disponibilizaram informações dos anos anteriores para aquele sistema.

Dessa forma, e como o objetivo definido para a análise foi um corte longitudinal compreendendo o período de 1998 a 2006, tendo como base as informações divulgadas no último dia útil de cada ano em estudo, das 23 empresas pesquisadas, 7 (sete) demonstram os seus os resultados e indicadores de forma completa, contribuindo para a análise do período em questão.

A análise dos dados teve um corte transversal, uma vez que as empresas foram escolhidas intencionalmente para o período determinado.

A justificativa para esta análise se dá devido à importância que tais empresas representam para o país, pelas alterações econômicas e sociais ocorridas nesse período, pela facilidade de acesso aos dados da pesquisa e principalmente porque ainda não foi divulgado trabalho investigativo comparando os resultados obtidos e ou gerados pela adesão ao Novo Mercado da BOVESPA, que exige padrões máximos de governança corporativa, com os resultados anteriores destas empresas, para verificar se realmente houve agregação ou não de valor.

3.1 ESPECIFICAÇÃO DO PROBLEMA

3.1.1 Perguntas de Pesquisa

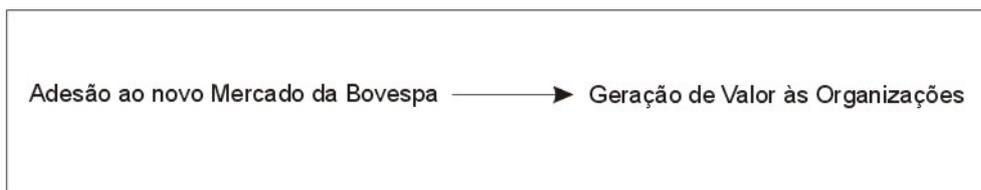
Considerando que o objetivo geral da pesquisa consiste em verificar se houve agregação de valor para as organizações que adotaram as práticas de Governança Corporativa e aderiram ao Novo Mercado, é essencial responder às seguintes perguntas:

- a) Houve agregação de valor às empresas em períodos posteriores à adesão ao “Novo Mercado” ?
- b) Quais os resultados dos Indicadores de desempenho financeiro e econômicos antes e após a adesão ao Novo Mercado?

3.1.2 Categorias Analíticas do Estudo

As categorias analíticas consideradas nesta pesquisa são: a adesão ao Novo Mercado e a agregação de valor às Organizações. Em seguida, relacionam-se as diversas definições das categorias em estudo.

FIGURA 2 - CATEGORIAS ANALÍTICAS DA PESQUISA



FONTE: Elaborada pela autora

Novo Mercado

- DO: o Novo Mercado criado pela BOVESPA é um segmento de listagem diferenciado, destinado à negociação de ações emitidas por empresas que se comprometem, voluntariamente, com a adoção de práticas de governança corporativa e disposições adicionais em relação ao que é exigido pela legislação.
- DC: segundo Andrade e Rossetti (2006), a criação dos níveis diferenciados pela BOVESPA, como o Novo Mercado, tem o objetivo de proporcionar um ambiente de negociação que estimule o interesse dos investidores e ao mesmo tempo a valorização das companhias.

Geração de Valor às Organizações

- DC: a geração de valor para organizações neste trabalho é subtendida como o resultado da adesão ao Novo Mercado e a adoção das práticas de governança corporativa, no aumento do valor da ação.
- DO: a geração de valor para as organizações será identificada a partir do resultado da análise dos indicadores de desempenho financeiro e econômico da empresas.

3.2 DELIMITAÇÃO E DESENHO DA PESQUISA

3.2.1 Delineamento da Pesquisa

A presente pesquisa caracteriza-se como estudo comparativo de casos transversal, com múltiplas fontes de evidência, e se valerá de uma abordagem quantitativa. Para verificar o desempenho das empresas antes e após a Adesão ao Novo mercado, serão avaliados os resultados dos indicadores de performance econômico e financeiro das empresas.

Segundo Sampieri et al. (1991), transversal ocorre quando a coleta dos dados é feita em um só momento, pretendendo descrever e analisar o estado de uma ou mais variáveis em um dado momento.

De acordo com Yin (2005), o estudo comparativo de casos possibilita a investigação e a constatação das diferenças entre as organizações. Neste contexto, buscar-se-á por meio da avaliação dos dados coletados a verificação dos resultados antes e depois da adesão ao Novo Mercado e a adoção das Práticas de Governança Corporativa, permitindo estudos futuros em outras organizações em diferentes períodos.

3.2.2 População e Amostragem

O presente estudo foi composto de 7 (sete) empresas, escolhidas intencionalmente, que compõem a listagem diferenciada no Novo Mercado da BOVESPA, as quais dispõem dos indicadores financeiros e de mercado no sistema economártica, para o período selecionado.

A listagem diferenciada do Novo Mercado da BOVESPA, contava na data da pesquisa com aproximadamente 70 empresas, das quais a maioria ainda não disponibilizaram os seus resultados econômico e financeiros no sistema economártica, para o período escolhido para o estudo.

3.2.3 Dados – Fonte, Coleta e Tratamento

Os dados necessários para a realização desta pesquisa foram coletados, basicamente, em três fontes, sendo: a Bolsa de Valores do Estado de São Paulo (BOVESPA), o sistema Económica e o *site* das empresas. Os dados da BOVESPA serviram para a verificação e escolha das empresas integrantes da listagem diferenciada do Novo Mercado para a análise. Do sistema Económica, foram coletados os dados referente aos indicadores definidos para o cálculo e a análise das variáveis econômico-financeiras.

O dados secundários permitiram a avaliação dos indicadores de performance econômico e financeira das empresas para o atingimento do objetivo principal da pesquisa.

Como já mencionado, os dados para a análise e interpretação dos resultados, do período de 1998 a 2006, foram retirados do sistema Económica, que traz todas as demonstrações financeiras das empresas que mantêm ações nas Bolsas de Valores no mundo. Além das demonstrações financeiras, dos indicadores econômicos, o Económica traz também os indicadores de mercado, as cotações das ações, o cadastro das empresas entre outras informações.

Visto que o Novo Mercado foi criado no final do ano 2000 e que as empresas iniciaram a migração para a listagem diferenciada em meados do ano 2001, considera-se como corte transversal o ano de 2001, ficando, dessa forma, o período de 1998 a 2001 como anterior ao Novo Mercado e o período de 2002 a 2006 para efeito de comparação da evolução do resultado das empresas após a adesão ao Novo Mercado e a conseqüente adoção das boas práticas de governança corporativa.

Os indicadores financeiros selecionados para se verificar o desempenho econômico e financeiro das empresas foram, respectivamente: **a rentabilidade e estrutura do capital.**

Como indicadores de rentabilidade foram selecionados para análise: **o EBITDA (*earnings before interests and taxes*), a margem líquida e a rentabilidade do patrimônio líquido (retorno sobre o patrimônio líquido).**

Já como indicador da estrutura de capital, foi escolhido: **o custo de capital de terceiros**. E, para a análise dos indicadores de mercado, foram selecionados: **o Valor de Mercado Agregado ou MVA® (Market Value Added), o EVA (Economic Value Added) e o Lucro/Preço**.

Por tratar-se da análise dos indicadores de vários anos, bem como para melhorar a análise dos dados, foi calculada a média dos resultados do primeiro período, compreendido entre 1998 a 2001, e a média do segundo período 2002 a 2006, que demonstra os resultados das empresas após a migração para o Novo Mercado e a adoção das práticas de governança corporativa.

A fim de suavizar os efeitos da inflação e para não comprometer o resultado analisado, os valores foram trazidos a valor presente mediante a correção pelo INPC (Índice Nacional de Preços ao Consumidor) da Fundação Getúlio Vargas, pesquisado via *site* do Banco HSBC.

Para o cálculo do EVA (*Economic Value Added*), foi projetada a remuneração para o patrimônio total com base no resultado do CDI, que é a taxa de captação de depósitos interbancários, pesquisados no *site* da FGV (Fundação Getúlio Vargas).

3.3 LIMITAÇÕES DO ESTUDO

A presente pesquisa não levou em conta os outros fatores externos que podem influenciar os indicadores de desempenho para cima e para baixo, como a economia, o setor em que estas organizações se encontram, a concorrência e outros fatores ambientais.

Não fez parte do escopo desta pesquisa a influência dos fatores internos, como os resultados dos ativos intangíveis que não constam das demonstrações das companhias, como o capital intelectual, o aprendizado, a marca etc.

Também não foram considerados nesta pesquisa, outras variáveis como o mercado, as flutuações do câmbio, as alterações políticas e econômicas, no Brasil ou no exterior, que podem valorizar ou desvalorizar um ativo.

Outro ponto importante a ser levado em consideração é que o presente trabalho focou nos resultados das empresas com ações na Bolsa de Valores do Estado de São Paulo (BOVESPA), desconsiderando as ações mantidas em outras bolsas de valores.

4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS DADOS

Este capítulo trata dos dados coletados apresentando uma análise dos resultados obtidos.

Indicadores de Rentabilidade

Segundo Hoji (1999, p.283), “os índices de rentabilidade medem quanto estão rendendo os capitais investidos”.

Como já verificado, o **EBITDA** (*Earnings Before Interests and taxes plus depreciation and amortization*) é, respectivamente, o lucro antes dos juros e do imposto de renda, mais a depreciação e amortização. Este indicador demonstra a capacidade que a empresa possui para gerar caixa e é uma medida financeira utilizada pelas empresas para auferir os seus resultados, desconsiderando as diferentes políticas de depreciação e as várias formas de financiamento.

TABELA 4 - ÍNDICE *EBITDA* POR AÇÃO, NAS EMPRESAS DO NOVO MERCADO, NO PERÍODO DE 1998 A 2006

EMPRESAS	<i>EBITDA</i> POR AÇÃO = <i>EARNINGS BEFORE INTERESTS AND TAXES</i> + <i>DEPREC AND AMORTIZATION</i> (em R\$)										
	1998	1999	2000	2001	Média	2002	2003	2004	2005	2006	Média
Cia Hering	5,18	1,66	2,31	2,64	2,95	2,83	1,63	1,21	0,76	1,64	1,61
Embraer	0,86	2,18	2,87	4,52	2,61	4,54	2,42	3,10	1,60	1,22	2,57
Eternit	1,96	2,01	1,72	1,36	1,76	1,62	0,83	1,26	1,09	0,99	1,16
Perdigão	1,58	2,52	1,90	4,63	2,66	3,02	3,54	5,04	5,27	2,21	3,82
Sabesp	11,85	13,13	12,42	11,46	12,22	11,20	11,24	9,59	10,77	11,04	10,77
Tractebel	(1)	1,04	1,38	2,95	1,79	1,20	1,71	2,21	2,33	2,52	2,00
Weg	0,33	0,36	0,50	0,66	0,46	0,66	0,78	0,88	0,81	1,04	0,84

FONTE: Dados elaborados pela autora com base no sistema econômica

(1) Valor não divulgado para o período requerido.

TABELA 5 - ÍNDICE *EBITDA* EM REAIS, NAS EMPRESAS DO NOVO MERCADO, NO PERÍODO DE 1998 A 2006

EMPRESAS	<i>EBTIDA</i> = <i>Earnings Before Interests and Taxes</i> + <i>Deprec and Amort</i> (em R\$ 1.000)										
	1998	1999	2000	2001	Média	2002	2003	2004	2005	2006	Média
Cia Hering	44.319	54.885	76.536	87.343	65.771	93.597	54.073	39.907	25.067	54.324	53.393
Embraer	476.835	1.200.564	1.779.575	3.213.452	1.667.606	3.233.963	1.730.234	2.223.860	1.158.033	901.336	1.849.485
Eternit	143.471	146.981	125.825	99.374	128.913	118.908	60.904	92.119	78.733	71.537	84.440
Perdigão	212.244	336.583	253.433	618.592	355.213	402.627	472.589	673.100	704.105	365.980	523.680
Sabesp	2.652.412	2.987.578	2.829.296	2.611.921	2.770.302	2.551.848	2.560.489	2.183.910	2.454.456	2.514.885	2.453.118
Tractebel	(1)	559.658	832.046	1.922.913	1.104.872	785.059	1.118.229	1.440.646	1.522.555	1.646.765	1.302.651
Weg	212.718	229.316	310.080	410.013	290.532	404.967	475.318	544.227	503.184	643.804	514.300

FONTE: Dados elaborados pela autora com base nos sistema econômica

(1) Valor não divulgado para o período requerido.

Com os resultados do *EBITDA* apresentados nas tabelas acima verificou-se que, das 7 empresas, 4 delas (Embraer, Perdigão, Tractebel e Weg) aumentaram os seus resultados no período considerado pós-migração para o Novo Mercado. Também verificou-se que nenhuma das empresas selecionadas obteve prejuízo no mesmo período, mostrando a evolução média de geração de *EBITDA*, o que evidencia uma postura arrojada na condução da estrutura financeira das empresas. A Embraer aumentou o EBITDA em 11% na média no segundo período, a Perdigão se destaca entre as empresas com um aumento de 47%, a Tractebel teve um aumento médio de 18%, mas a Weg superou todas as demais, com um aumento de 77% no EBITDA, o que pode estar relacionado a vários fatores, tais como: crescimento pontual do mercado, fusão, incorporação etc. Da mesma forma, os resultados obtidos podem estar relacionados à adoção das práticas de governança corporativa e à migração para o Novo Mercado.

Cabe ressaltar o crescimento médio das empresas, considerando-se o *EBITDA* do segundo período em relação ao primeiro período analisado, que foi de 6%.

TABELA 6 - ÍNDICE LUCRO POR AÇÃO, NAS EMPRESAS DO NOVO MERCADO, NO PERÍODO DE 1998 A 2006

EMPRESAS	LUCRO POR AÇÃO (em R\$)										
	1998	1999	2000	2001	Média	2002	2003	2004	2005	2006	Média
Cia Hering	0,98	-7,62	0,03	-2,59	-2,30	-5,26	0,43	-0,61	1,01	0,53	-0,78
Embraer	0,39	1,20	1,57	2,27	1,36	2,27	1,01	1,98	1,05	0,86	1,44
Eternit	1,54	2,17	1,08	0,76	1,39	1,00	0,47	0,52	0,51	0,54	0,61
Perdigão	0,73	0,56	0,51	1,84	0,91	0,08	1,14	2,51	2,90	0,73	1,47
Sabesp	3,92	-1,65	3,47	1,39	1,78	-3,92	4,51	2,55	4,08	3,51	2,15
Tractebel	⁽¹⁾	-0,21	0,41	1,30	0,50	-0,39	0,98	1,35	1,51	1,54	1,00
Weg	0,25	0,20	0,31	0,42	0,29	0,49	0,62	0,74	0,65	0,84	0,67

FONTE: Dados elaborados pela autora com base no sistema econômica

(1) Valor não divulgado para o período requerido.

Com o indicador lucro por ação, verifica-se que as empresas Embraer, Perdigão, Sabesp, Tractebel e Weg obtiveram aumento no lucro por ação no período considerado como pós-migração ao Novo Mercado, o que pode estar relacionado à adoção das práticas de governança corporativa. Dentre as empresas selecionadas, apenas a Eternit não obteve melhora do indicador Lucro por Ação, o que pode estar

relacionado a alguma variável ou evento específico no segundo período analisado. A Cia Hering apresentou uma significativa melhora considerando-se o prejuízo por ação apurado no segundo período em relação ao primeiro, que foi de 66% menor. Esta significativa melhora pode estar relacionada à migração para o Novo Mercado e à adoção das práticas de governança corporativa.

A **Margem Líquida**, que, segundo Hoji (1999), indica qual foi o lucro líquido em relação à receita operacional líquida, é calculada a partir da seguinte fórmula:

$$\text{Margem líquida \%} = \text{Lucro Líquido} / \text{Receita Líquida Operacional} * 100$$

TABELA 7 - MARGEM LÍQUIDA, NAS EMPRESAS DO NOVO MERCADO, NO PERÍODO DE 1998 A 2006

EMPRESAS	MARGEM LÍQUIDA EM % = LUCRO LÍQUIDO / RECEITA LÍQUIDA OPERACIONAL * 100 (em %)										
	1998	1999	2000	2001	Média	2002	2003	2004	2005	2006	Média
Cia Hering	1,6	-51,2	0,2	-17,3	-17	-40,6	3,9	-5,3	9,7	5,2	-5
Embraer	8,4	12,2	12,7	16,0	12	15,2	8,9	12,3	7,8	7,5	10
Eternit	28,2	39,0	20,2	15,6	26	17,3	9,2	9,5	9,8	10,8	11
Perdigão	4,9	3,0	2,6	6,9	4	0,3	3,2	6,1	7,0	2,3	4
Sabesp	17,5	-7,3	15,5	6,3	8	-17,3	20,3	11,7	17,5	14,1	9
Tractebel	⁽¹⁾	-10,0	15,0	27,9	11	-13,3	28,2	31,4	35,4	36,2	24
Weg	18,5	13,1	15,7	16,5	16	17,2	18,2	18,3	14,9	16,7	17

FONTE: Dados elaborados pela autora com base no sistema econômica

(1) Valor não divulgado para o período requerido.

De acordo com a tabela 7, no indicador Margem Líquida destacou-se a empresa Tractebel, que teve um aumento de 13% no segundo período em relação o primeiro, o que pode estar relacionado com a governança corporativa. A Cia Hering destaca-se pela melhoria de 12% no prejuízo apresentado na média do primeiro período em relação ao segundo, no indicador margem líquida, o que demonstra uma evolução nos resultados da empresa.

Como já verificado, nos resultados de *EBITDA* e Lucro por Ação, as empresas Tractebel e Weg também se destacam no indicador Margem Líquida, no período pós-migração ao Novo Mercado. Os excelentes resultados obtidos podem estar relacionados à boa gestão das empresas com a adoção das práticas de governança corporativa.

Rentabilidade do Patrimônio Líquido: conforme já mencionado, indica o rendimento obtido pela empresa como remuneração do investimento dos acionistas de acordo com as demonstrações financeiras e é calculado da seguinte forma:

$$\text{Retorno sobre o Patrimônio Líquido: } (\text{Lucro Líquido} / \text{Patrimônio Líquido}) \times 100$$

TABELA 8 - ÍNDICE RENTABILIDADE DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO, NAS EMPRESAS DO NOVO MERCADO, NO PERÍODO DE 1998 A 2006

EMPRESAS	RENTABILIDADE DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO (em %)										
	1998	1999	2000	2001	Média	2002	2003	2004	2005	2006	Média
Cia Hering	3,6	-122,9	0,6	-65,9	-46	-1760,2	61,7	-1667,4	96,7	32,0	-647
Embraer	31,6	59,1	41,9	44,8	44	35,4	15,7	28,4	15,0	12,3	21
Eternit	21,8	35,6	19,9	16,1	23	22,5	11,7	13,7	14,9	16,6	16
Perdigão	12,5	9,0	8,2	25,0	14	1,2	16,2	30,5	29,5	5,6	17
Sabesp	6,4	-2,8	6,3	2,7	3	-9,0	11,0	6,5	10,2	8,6	5
Tractebel	-3,3	-3,3	6,7	19,8	5	-6,6	19,9	27,8	34,3	35,4	22
Weg	27,6	20,1	26,9	30,6	26	31,8	35,7	34,7	27,3	32,4	32

FONTE: Dados elaborados pela autora com base no sistema econômica

(1) Valor não divulgado para o período requerido.

Analisando-se os índices de rentabilidade do patrimônio líquido apresentados na tabela 8, verifica-se que a remuneração dos investimentos dos acionistas melhorou no segundo período em relação ao primeiro nas empresas Perdigão, Sabesp, Tractebel e Weg, que obtiveram aumento no Lucro Líquido, aumentando, assim, o retorno sobre o Patrimônio Líquido, ou seja, o capital investido está sendo bem remunerado. Comparando-se a média de retorno sobre o Patrimônio Líquido, verifica-se que as empresas aumentaram o retorno para os acionistas de 10% no primeiro período para 14% no período considerado como pós-migração para o Novo Mercado. Ressalta-se que nesta média foram desconsiderados os resultados da empresa Cia Hering, que obteve nos anos de 2002 e 2004 não somente resultados negativos de lucro como também uma forte variação no patrimônio líquido, que podem estar relacionados a acontecimentos específicos na companhia nesses períodos e não com a migração para o Novo Mercado e a adoção das práticas de governança corporativa.

O destaque neste indicador é a Weg, que apresentou no primeiro período um retorno de 26% passando para 32% no segundo período, o que pode ser consi-

derado um excelente rendimento do capital investido, se comparado com o resultado das demais empresas e também com o mercado financeiro, que não apresenta tais rendimentos.

A Embraer apresentou em 2006 o menor resultado de todos os anos, mas ainda apresenta uma boa média de 21% no segundo período comparados com os 44% do primeiro período. A Eternit manteve os resultados sendo que os melhores índices aparecem no primeiro período, apresentando índices que demonstram sustentabilidade no segundo período.

De acordo com Bruno Rocha (2005, p.243), poucas são as empresas que apresentam retornos acima do CDI (Certificado de Depósito Interbancário). Bruno ainda destaca que os retornos apresentados pelas empresas, podem estar superavaliados, uma vez que já não se aplica correção monetária sobre os ativos desde 1994 com o Plano Real.

Nesse sentido, pode-se verificar na tabela 9 os índices do CDI do período para a comparação com os resultados apurados das empresas.

TABELA 9 - ÍNDICE DO CDI NO PERÍODO DE 1998 A 2006

	ÍNDICE DO CDI (em %)										
	1998	1999	2000	2001	Média	2002	2003	2004	2005	2006	Média
CDI	25,42	22,64	16,09	16,03	20,05	17,60	21,10	15,07	18,15	13,14	17,01

FONTE: Revista Conjuntura Econômica disponível em <http://www.fgv.br/ibre/cecon>.

Comparando-se os resultados do CDI que remunerou as aplicações financeiras no período, com os resultados de rentabilidade sobre o patrimônio das empresas, verifica-se que a afirmação de Bruno Rocha não se confirma nesta amostra de empresas, pois, das 7 empresas selecionadas, 4 apresentaram retorno sobre o patrimônio líquido maiores que a remuneração do CDI, se considerados os resultados do segundo período, foco do estudo. Vale ressaltar que a empresa Eternit ofereceu rendimento de 16% no segundo período, comparado com o CDI que foi de 17%, ficando um ponto percentual apenas abaixo do CDI.

Indicadores de Estrutura e Endividamento

Custo do Capital de Terceiros

Os índices de estrutura e endividamento avaliam a segurança oferecida pela empresa aos capitais alheios e revelam a sua política de obtenção de recursos e de aplicação dos recursos nos diversos itens do ativo. Esses índices demonstram a composição do capital total das empresas, evidenciando se existe ou não a participação de capitais de terceiros e se existe participação de capitais de terceiros também o seu grau de endividamento será calculado:

- Participação Capitais Terceiros sobre os Recursos Totais [Exigível Total/(Exigível Total + Patrimônio Líquido)];
- Composição de Endividamento [AP/(PC+ELP)]: indica a participação do capital de terceiros de curto prazo com relação ao total das exigibilidades.
- Custo do capital de terceiros: para o cálculo do custo do capital, a seguinte fórmula deve ser aplicada:

$$\text{Custo Capital Terceiros \%} = A/(B+C+D+E) * 100$$

A = Despesas Financeiras

B = Financiamento Curto Prazo (no início do período)

C = Financiamento Longo Prazo (no início do período)

D = Debêntures Curto Prazo (no início do período)

E = Debêntures Longo Prazo (no início do período)

Na tabela 10, verifica-se o custo do capital de terceiros, e pode concluir-se que estas empresas mantêm altos níveis de endividamento com terceiros, o que está resultando em valores expressivos de despesas financeiras relacionadas a este capital.

TABELA 10 - CUSTO DO CAPITAL DE TERCEIROS, NAS EMPRESAS DO NOVO MERCADO, NO PERÍODO DE 1998 A 2006

EMPRESAS	CUSTO DO CAPITAL DE TERCEIROS = DESPESAS FINANCEIRAS / FINANCIAMENTOS CP + LP + DEBÊNTURES * 100 (em %)										
	1998	1999	2000	2001	Média	2002	2003	2004	2005	2006	Média
Média Custo											
Capital ⁽²⁾					31						20
Cia Hering	50,4	106,8	34,7	31,6	56	70,3	8,9	15,4	17,1	40,8	31
Embraer	19,1	61,8	30,9	77,4	47	132,5	-26,8	-2,4	-6,9	16,6	23
Eternit	243,4	2680,6	1432,1	5138,8	3165	21,7	⁽¹⁾	411,0	283,6	353,2	267
Perdigão	⁽¹⁾	36,9	18,1	22,2	26	46,5	8,5	12,6	10,5	11,3	18
Sabesp	18,6	33,4	14,3	20,1	22	37,4	8,1	8,8	8,0	10,3	15
Tractebel	0,0	⁽¹⁾	15,7	18,2	11	36,3	3,9	10,9	12,1	17,3	16
Weg	22,7	40,9	18,3	17,2	25	24,5	16,3	19,3	21,6	14,2	19

FONTE: Dados elaborados pela autora com base no sistema econômica

(1) Valor não divulgado para o período requerido.

(2) Para o cálculo médio percentual dos períodos, foi desconsiderado os resultados da Eternit.

Contudo, verifica-se que na média o custo da captação reduziu-se de 31% no primeiro período para 20% no segundo período, o que pode estar relacionado com a migração para a listagem diferenciada da BOVESPA e a adoção das práticas de governança corporativa.

Comparando-se os resultados apresentados pelas empresas, com a taxa Selic disponibilizada a seguir, verifica-se que as empresas têm captado capital a um custo maior do que a taxa em 3 pontos percentuais, no entanto, de acordo com Bruno Rocha, as empresas que migraram para os níveis diferenciados da BOVESPA têm apresentado altos níveis de valorização, conseguindo, dessa forma, um custo de capital compatíveis com os dos mercados mais desenvolvidos.

Diante desse contexto, verifica-se que a Sabesp é um exemplo de alto nível de valorização, pois mostra uma taxa de captação de 15% no segundo período comparada com a Selic de 17% no mesmo período.

TABELA 11 - ÍNDICE SELIC DO PERÍODO 1998 A 2006

	1998	1999	2000	2001	MÉDIA	2002	2003	2004	2005	2006	MÉDIA
Selic	25,58	23,02	16,19	16,08	20,22	17,66	21,16	15,14	18,24	13,19	17,08

FONTE:: HSBC Investimentos disponível em <http://www.hsbcinvestimentos.com.br>

Conforme já considerado, para Schrickel (apud BERTON, 2003), é fundamental que toda e qualquer empresa mantenha seu endividamento oneroso em níveis prudentes e gerenciáveis. Para Berton (2003), quanto menor o índice de endividamento melhor, pois significa que a empresa gerencia e mantém níveis desejáveis de capital de terceiros.

Indicadores de Mercado

MVA (Market Value Added)

Como já verificado, o MVA representa as expectativas do mercado sobre os resultados futuros da empresa, ou seja, por estar ligado ao futuro pode representar aos investidores uma visão mais abrangente que não somente os resultados presentes.

O MVA ou Valor de Mercado Agregado é a diferença entre o patrimônio líquido e o valor de mercado da empresa, ou seja, é a diferença entre o capital total investido e o que os investidores pagariam pela empresa, que é chamado de Valor de Mercado.

Sua fórmula, segundo Ehrbar (1999), é a seguinte:

$$MVA^{\text{®}} = \text{Valor de Mercado} - \text{Capital Total}$$

$$\text{Valor de Mercado} = \text{Cotação não ajustada p/provisão} * \text{Total Ações Ex-tesouraria calc.}$$

O MVA[®] é a medida definitiva de criação de riqueza, que se diferencia das demais medidas por representar a diferença entre as entradas e saídas de caixa, ou seja, o que foi investido na empresa como o capital e o que os investidores poderiam receber com a venda ao valor de mercado.

Para Ehrbar (1999), o MVA[®] é automaticamente ajustado para o risco, porque incorpora os julgamentos de investidores quanto ao risco que vão além do desempenho. O objetivo financeiro maior de toda empresa deveria ser criar tanta riqueza para acionistas – tanto MVA[®] – quanto possível.

TABELA 12 - ÍNDICE DO MVA, NAS EMPRESAS DO NOVO MERCADO, NO PERÍODO DE 1998 A 2006

EMPRESAS	MVA = VALOR DE MERCADO - VALOR PATRIMONIAL (em R\$ 1000)										
	1998	1999	2000	2001	Média	2002	2003	2004	2005	2006	Média
Soma do grupo	156.816.819	416.485.654	387.793.888	293.236.291	313.217.958	243.638.354	480.814.300	496.263.180	545.491.517	1.063.045.838	565.850.638
Cia Hering	(1)	83.077	-50.024	23.615	18.889	92.079	106.952	51.886	50.700	108.487	82.021
Embraer	-114.085	2.156.841	3.115.431	3.258.327	2.104.128	4.692.854	8.631.528	6.255.933	7.920.284	11.187.660	7.737.652
Eternit	-317.711	-275.828	-255.432	-230.411	-269.845	-227.898	-228.955	-225.141	-135.479	-18.414	-167.177
Perdigão	-437.889	-412.743	-380.375	-490.497	-430.376	-485.068	-496.386	-404.423	-259.383	2.805.666	232.081
Sabesp	157.793.060	416.654.896	386.721.900	291.651.179	313.205.259	240.305.270	469.658.746	485.013.372	528.937.323	1.034.046.026	551.592.147
Tractebel	(1)	-1.655.922	-1.431.755	-1.351.450	-1.479.709	-1.264.481	1.242.810	2.324.027	6.008.203	8.533.316	3.368.775
Weg	-106.556	-64.668	74.143	375.529	69.612	525.598	1.899.604	3.247.526	2.969.869	6.383.097	3.005.139

FONTE: Dados elaborados pela autora com base no sistema econômica

(1) Valor não divulgado para o período requerido.

De acordo com os números de MVA apurados, verifica-se um aumento na média de 81% para o segundo período em relação ao primeiro. Verifica-se também que das 7 empresas selecionadas, apenas a Eternit apresenta MVA negativo no segundo período analisado. A Perdigão apresentou um excelente MVA no segundo período comparado com o resultado negativo do período anterior. Observa-se também que as 6 empresas com números positivos de MVA apresentaram evolução no segundo período, ou seja, as expectativas geradas pelos investidores foram maiores que o valor patrimonial de cada empresa, demonstrando que estas empresas valem muito mais do que o capital que foi investido.

Como medida de criação de riqueza a que se propõe o MVA, verifica-se que estas 6 empresas estão muito bem porque apresentaram um valor de mercado agregado muito maior do que o capital investido no mesmo período, oferecendo os retornos esperados pelos acionistas.

Bruno Rocha (2005) destaca que em 2004 o número de empresas que abriram capital foi um dos mais altos da história e certamente o maior desde 1994 e também o valor agregado das operações de ofertas de ações no mercado. Ele menciona que os níveis de valorização alcançados por essas novas empresas foram excelentes e que isso gerou para estas empresas um custo de capital comparável com o de seus pares em mercados mais desenvolvidos.

Os ótimos resultados de MVA obtidos no segundo período nas 6 empresas, pode estar relacionado aos índices de governança corporativa alcançados por estas empresas devido à migração para o novo mercado e à adoção das práticas de governança corporativa. Segundo autores como Andrade e Rossetti, Berton, Bacha e Chrysostomo, as boas práticas de governança corporativa estão relacionadas ao bom desempenho das empresas e a conseqüente maximização do retorno para os acionistas.

Lucro/Preço

O Lucro por ação é igual ao lucro que a empresa teria com a venda das ações, sendo o Lucro/preço calculado da seguinte forma:

$$\text{Lucro/Preço (x)} = A/B$$

$$A = \text{Cotação não ajustada p/provisão}$$

$$B = \text{Lucro Líquido (por ação)}$$

TABELA 13 - LUCRO/PREÇO POR AÇÃO, NAS EMPRESAS DO NOVO MERCADO, DO PERÍODO 1998 A 2006

EMPRESAS	LUCRO/PREÇO = VALOR AÇÃO / LUCRO LÍQUIDO POR AÇÃO (em R\$)										
	1998	1999	2000	2001	Média	2002	2003	2004	2005	2006	Média
Cia Hering	(1)	-2,14	165,85	-2,81	53,64	-1,07	13,37	-3,38	2,87	9,70	4,29
Embraer	4,26	12,61	12,47	8,67	9,50	9,33	25,94	9,63	19,17	26,84	18,18
Eternit	0,49	0,65	2,28	2,22	1,41	2,52	5,14	6,35	6,13	11,93	6,42
Perdigão	7,12	22,43	17,41	4,74	12,93	94,97	7,96	6,49	8,57	42,95	32,19
Sabesp	3,97	-23,03	9,18	16,21	1,58	-4,18	5,65	8,71	5,33	11,01	5,31
Tractebel	(1)	-12,26	9,31	4,00	0,35	-11,18	9,17	7,47	10,15	11,86	5,49
Weg	3,91	6,69	6,29	7,90	6,20	7,53	10,88	12,41	12,44	16,23	11,89

FONTE: Dados elaborados pela autora com base no sistema econômica

(1) Valor não divulgado para o período requerido.

Verifica-se mediante os resultados apresentados na tabela 13 que das 7 empresas 6 obtiveram melhora significativa no indicador Lucro/Preço no segundo período em relação ao primeiro, sendo que somente a Cia Hering teve o seu lucro reduzido por ação. O indicador demonstra o valor/preço de uma ação e o lucro respectivo pela ação negociada no final de cada período. Empresas como a Embraer

e a Weg dobraram o valor do lucro por ação, comparando-se os dois períodos. Já a Tractebel atingiu o valor de R\$ 5,49 por ação, comparado com os R\$ 0,35 do primeiro período. A Eternit aumentou o lucro por ação em 356%, enquanto a Perdigão aumentou 149% e a Sabesp, 235% em relação ao primeiro período analisado.

EVA (Economic Value Added)

Como já mencionado, para Ehrbar (apud BERTON, 2003), o encargo de capital no EVA é o que os economistas chamam de custo de oportunidade. O EVA é o lucro na forma que os acionistas o medem, pois se os acionistas esperam uma taxa de retorno mínima de, por exemplo, 12% sobre seu investimento, estes não começam a “ganhar dinheiro” enquanto os lucros não ultrapassarem este percentual.

O EVA® (*Economic Value Added*), uma sigla para valor econômico agregado, é segundo Ehrbar (1999, p.1), "uma medida de desempenho empresarial que difere da maioria das demais ao incluir uma cobrança sobre o lucro pelo custo de todo o capital que uma empresa utiliza".

Desta forma, entende-se que o EVA é o indicador para o gerenciamento orientado para valor, que segundo Ehrbar (1999), é calculado da seguinte forma:

$$EVA = NOPAT - C\% (TC)$$

onde:

NOPAT (Net Operational Profit After Taxes) = é o lucro operacional líquido após tributação

C% = Custo percentual de Capital

TC = Capital Total

Segundo Berton (2003), resultados positivos do EVA significam investimento vantajosos. Sob o aspecto da vantagem competitiva entre dois projetos de investimentos, melhor é aquele que apresente MVA positivo, pois o negativo destrói o valor, ao passo que o positivo contribui para o aumento do valor de mercado da empresa.

A taxa de custo do capital inclui não apenas o custo do capital de terceiros, mas também o, ainda maior, custo de capital próprio. Desse modo, a despesa de capital reflete o retorno esperado de todos os investidores. Um EVA positivo é mostrado somente quando se atinge o retorno esperado pelos acionistas.

A tabela 14 apresenta os valores do EVA das empresas para o período selecionado:

TABELA 14 - ÍNDICE DO EVA, NAS EMPRESAS DO NOVO MERCADO, NO PERÍODO DE 1998 A 2006

EMPRESAS	EVA = LUCRO LÍQUIDO - RENTABILIDADE DO CDI (em R\$)										
	1998	1999	2000	2001	Média	2002	2003	2004	2005	2006	Média
Cia Hering	-31.082	-187.293	-20.104	-72.817	-77.824	-128.054	7.634	-17.901	25.157	10.140	-20.605
Embraer	25.822	254.327	397.598	707.055	346.201	593.588	-199.750	590.092	-150.635	-40.609	158.537
Eternit	-11.500	36.115	10.080	224	8.730	11.556	-22.604	-3.300	-7.408	7.962	-2.759
Perdigão	-62.137	-71.395	-43.899	60.396	-29.259	-110.681	-37.485	149.422	139.027	-159.327	-3.809
Sabesp	-1.599.358	-2.108.125	-808.962	-1.065.642	-1.395.522	-1.925.896	-765.415	-685.276	-673.935	-406.124	-891.329
Tractebel	*	-573.755	-228.569	110.380	-230.648	-669.334	-31.825	355.198	432.594	615.881	140.503
Weg	7.728	-10.516	50.427	83.727	32.842	98.243	126.048	227.540	125.891	298.803	175.305

FONTE: Dados elaborados pela autora com base no sistema econômica

(1) Valor não divulgado para o período requerido.

De acordo com as médias de EVA apresentados, verifica-se que apenas 3 das 7 empresas apresentaram valores positivos de EVA no segundo período e 4 apresentaram desagregação de valor em relação às expectativas de ganho do CDI. As empresas Embraer, Tractebel e Weg apresentaram valores positivos de EVA. A Eternit que apresentava EVA positivo no primeiro período, passa a apresentar uma média negativa no segundo período. A Cia Hering, a Perdigão e a Sabesp apresentaram EVA negativos no segundo período, contudo os números foram melhores dos que os negativos apresentados no primeiro período. Destaque para a empresa Tractebel que passou de EVA negativo no primeiro período para positivo no segundo período. Destaque também para a WEG que obteve um crescimento de quatro vezes o EVA do primeiro período para o segundo.

Com os resultados apresentados, foi possível identificar que o EVA médio do grupo de empresas apresentou uma elevada melhora do primeiro para o segundo

período, ultrapassando os 67%. Considerando a média do grupo, verifica-se que o EVA foi negativo, porém em termos percentuais, analisando os dois períodos, verifica-se a evolução no indicador.

Importante considerar que o resultado do EVA é influenciado por duas variáveis, a primeira seria a melhora da performance das empresas e a outra variável é a queda na taxa de oferta do CDI que passou de 20% na média do primeiro período para 17% na média do segundo período, ou seja, o EVA melhora quando os resultados das empresas melhoram e também quando a oferta de oportunidade do CDI cai. Dessa forma, com uma alta lucratividade também o capital terá um alto retorno que superará os rendimentos oferecidos e atenderá às expectativas dos acionistas.

Resultado da análise dos indicadores

Dos indicadores financeiros analisados se tem uma visão interna da gestão das empresas, e verificou-se que EBITDA, que demonstra a capacidade de geração de lucro pelas empresas desconsiderando-se os juros e a depreciação, apresentou resultados positivos com um crescimento médio nos lucro de 6% em relação ao período anterior ao Novo Mercado. Esse resultado demonstra uma postura arrojada na condução da estrutura financeira das empresas e a conseqüente melhoria do retorno do investimento para os acionistas.

O indicador lucro por ação demonstrou que apenas uma das empresas selecionadas não obteve melhoria na lucratividade por ação, sendo que o resultado do conjunto de empresas foi satisfatório, pois a maioria apresentou aumento no lucro por ação, se comparado com o período anterior ao Novo Mercado.

A Margem Líquida que representa o lucro líquido em relação à receita operacional apresentou melhora nos índices em 4 empresas no período considerado pós-Novo Mercado, sendo que o resultado das demais empresas pode estar relacionado a uma queda nas vendas ou aumento nos custos, fatores que reduzem a margem líquida e que não estão relacionados com a migração para o Novo Mercado e a adoção das práticas de governança corporativa.

O indicador rentabilidade sobre o patrimônio líquido, que demonstra o rendimento obtido como remuneração do investimento, apresentou um evolução no período pós-Novos Mercado na média de 4% em relação ao período anterior, ou seja, os investimentos foram valorizados no período melhorando a remuneração para os acionistas.

O indicador de estrutura do capital analisado foi o “custo do capital de terceiros”, que demonstrou que todas as empresas selecionadas estão com um alto nível de financiamento de capital, dadas as altas despesas financeiras apresentadas nas demonstrações financeiras. As empresas captaram capital a um custo médio de 31% no primeiro período comparado com o resultado da Selic médio de 20%. No período pós-Novos Mercado, as empresas apresentam uma captação aos juros médios de 20%, sendo que a Selic apresentou para o mesmo período uma média de 17%. Verifica-se que as empresas conseguiram uma redução nos custos de captação o que pode estar relacionado à valorização dada às empresas que apresentam índices de governança corporativa e pertencem às listagens diferenciadas da BOVESPA.

Dos indicadores de mercado analisados, o MVA, que é uma das ferramentas de mensuração de riqueza que apresenta as expectativas de mercado sobre os ganhos futuros da empresa, apresentou uma melhoria de 81% no período pós-Novos Mercado em relação ao período anterior. Apenas uma empresa, a Eternit, apresentou MVA negativo, ou seja, as demais empresas apresentaram MVA positivos, atendendo às expectativas geradas pelos investidores em relação ao valor de mercado agregado que supera os valores do capital investido.

No indicador lucro/preço que demonstra o valor de uma ação e o lucro respectivo obtido na negociação, verificou-se que, das 7 empresas, 6 apresentaram lucro superior no período pós-Novos Mercado em relação as ações negociadas no período anterior. O resultado superior de lucro nas ações evidencia a valorização das empresas que pertencem ao grupo diferenciado da BOVESPA, Novos Mercado que adotam as melhores práticas de governança corporativa.

Outro indicador de mercado analisado, o EVA é o lucro na forma que os acionistas o medem. Os acionistas somente começam a ganhar dinheiro a partir do momento em que o capital investido passe a render acima das taxas oferecidas pelo mercado ou por outro investimento. Um EVA positivo é mostrado somente quando o investimento atinge e supera o retorno esperado pelo acionistas. Diante desse contexto e de acordo com as médias de EVA apresentadas, verificou-se que apenas 3 empresas apresentaram EVA positivo no período pós-Novo Mercado, sendo que 4 empresas apresentaram desagregação de valor em relação às expectativas de ganho do CDI (Certificado de Depósito Interbancário), utilizado para remunerar o capital investido. O resultado médio do EVA do grupo demonstrou uma elevada melhora do primeiro para o segundo período, ultrapassando os 67%, o que demonstra que mesmo os resultados negativos foram melhores em relação ao período anterior.

Resumindo a análise dos indicadores, pode-se considerar uma melhora geral na média dos resultados do primeiro período sem governança corporativa, comparados com o segundo período, pós-migração para o Novo Mercado da BOVESPA e a adoção das práticas de governança corporativa.

Os indicadores financeiros evidenciaram a boa situação financeira do grupo de empresas, nos vários setores em que atuam.

Os indicadores de mercado demonstraram que as empresas na média evoluíram no período pós-Novo Mercado e, se forem desconsiderados alguns resultados desfavoráveis, houve agregação de valor às organizações, o que pode significar que a percepção das empresas melhoraram em função da migração para a listagem diferenciada da BOVESPA “Novo Mercado” e a adoção das melhores práticas de governança corporativa. Esta correlação pode ser afirmada se comparados com os resultados do IGC (Índice de Governança Corporativa), criado pela BOVESPA para medir os resultados das empresas que estão nos níveis diferenciados como o Novo Mercado, que demonstra que os papéis destas empresas tiveram alta de 73,92% desde janeiro de 2006, comparados com 63,33% do IBOVESPA, índice que mede as empresas do mercado tradicional de ações da BOVESPA.

Ainda de acordo com a BOVESPA, o IGC demonstrou uma evolução percentual de 538% desde Junho de 2001 à junho de 2007 comparado com o IBOVESPA que apresentou 274%.

A adesão ao Novo Mercado com a conseqüente adoção das práticas de governança corporativa, é um dos fatores responsáveis pela geração de valor e pela melhor valorização das organizações, o que foi demonstrado através da análise dos resultados dos diversos indicadores financeiros e econômico das empresas em estudo.

Verificou-se também a evolução do IGC comparado com o IBOVESPA que também demonstra que as empresas que compõem o Novo Mercado da Bovespa, tiveram os seus papéis melhor valorizados devido a migração para a nova listagem diferenciada da Bovespa “Novo Mercado”.

Vale ressaltar que não foram considerados nesta pesquisa, outras variáveis como o mercado, as flutuações do câmbio, as alterações políticas e econômicas, no Brasil ou no exterior, que podem valorizar ou desvalorizar um ativo.

5 CONCLUSÃO E RECOMENDAÇÕES

O presente estudo teve como objetivo principal verificar se houve agregação de valor às organizações que aderiram ao Novo Mercado e adotaram as boas práticas de governança corporativa. Para isso, procedeu-se à análise comparativa dos resultados econômico, financeiro e de mercado de um grupo de sete empresas pertencentes ao Novo Mercado da BOVESPA, em dois períodos, sendo o primeiro período definido como entre os anos de 1998 a 2001, considerado como período anterior ao Novo Mercado e a governança corporativa, e o segundo período compreendido entre os anos de 2002 a 2006.

Por meio da análise dos resultados dos indicadores, principalmente os indicadores de mercado, verificou-se que houve agregação de valor às organizações e que esta agregação está relacionada com a migração para o Novo Mercado e a adoção das melhores práticas de governança corporativa.

Apesar das limitações do estudo, como um número pequeno de empresas, e dado o fato de a governança corporativa e o Novo Mercado serem ainda temas recentes para o nosso país, vale ressaltar que o objetivo da pesquisa foi alcançado – a comparação dos resultados antes e após a governança corporativa e o Novo Mercado.

Verificou-se com este estudo que vários fatores influenciaram o despertar da governança corporativa no Brasil, entre eles a dispersão entre a propriedade e gestão, os conflitos de interesses entre gestores e acionistas, a globalização, a abertura da economia e as fraudes que ocorreram em grandes empresas no mundo, que afetaram o mercado de capitais.

O mercado de capitais brasileiro, que ainda é pequeno perante aos mercados dos países desenvolvidos, sofreu o impacto desses acontecimentos e, no impasse após uma crise e para ganhar competitividade, precisou adequar-se às normas internacionais e aos códigos de boa governança corporativa, que têm como objetivo a transparência, a qualidade das informações, a proteção dos acionistas minoritários, a respon-

sabilidade para com todos os *stakeholders*, a equidade de tratamento e a resolução dos conflitos.

O Novo Mercado criado pela BOVESPA é um marco importante para o mercado de capitais brasileiro, pois incentiva e fortalece as melhores práticas de governança corporativa.

As empresas que aderem ao Novo Mercado assumem o compromisso com os níveis mais elevados de governança corporativa – que reforça as suas competências para enfrentar novos desafios e contribui para os resultados corporativos –, elevam os seus conceitos perante a sociedade e melhoram a sua percepção perante aos investidores. Estes, por sua vez, passam a ter maior confiança, aumentando os investimentos no país, fortalecendo o mercado de capitais e favorecendo o crescimento econômico.

Sem a pretensão de criar um novo conceito, pode-se admitir após este estudo que a governança corporativa é um dos processos fundamentais para o desenvolvimento seguro das companhias, que se bem conduzidas tornam os negócios mais seguros e menos expostos aos riscos, tanto externos quanto os da própria gestão.

Não pode-se deixar de mencionar que a adoção das práticas de governança corporativa, podem significar altos custos e dificuldades para as empresas, as quais poderiam analisar financeiramente o impacto da adesão ao Novo Mercado com a conseqüente adoção das práticas de governança corporativa, sobre os seus resultados e gestão.

Para pesquisas futuras recomenda-se um estudo de caso, com vistas a verificar as práticas de governança corporativa adotadas por uma empresa e os resultados obtidos de agregação de valor para a organização.

As dificuldades, os custos relacionados e o impacto nos resultados de empresas que aderiram ao Novo Mercado da Bovespa e adotaram boas práticas de governança corporativa.

A comparação do desempenho de empresas brasileiras que adotaram os padrões de governança corporativa com empresas em países desenvolvidos que igualmente praticam boa governança, também é uma sugestão para trabalhos futuros.

Verificar a relação entre os padrões de governança corporativa e o desempenho econômico financeiro de empresas que compõem as listagens diferenciadas Nível 1 e 2 da BOVESPA.

REFERÊNCIAS

AGGARWAL, R. Globalization, technology, and regulation in capital markets: strategies for Latin America and the Caribbean. In: DOWERS, K.; MASCI, P. (Ed.). **Focus on capital: new approaches to developing Latin American capital markets**. Washington: Inter-American Development Bank, 2003.

ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José P. **Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. São Paulo: Atlas, 2006.

BABIC, V. **Corporate governance problems in transition economies**. Winston Salem: Wake Forest University, Social Science Seminar, 2003.

BACHA, E. L.; CHRYSOSTOMO, L. O. F. **Mercado de capitais e crescimento econômico: lições internacionais, desafios brasileiros**. Rio de Janeiro: ANBID, 2005.

BERBEL, J.D.S. Enfoque prático dos modernos instrumentos de controle gerencial. **Revista Brasileira de Contabilidade**, São Paulo, ano XXXIII, n. 45, p.73-85, jan./fev. 2004.

BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. **The modern corporation and private property**. 2.ed. New York: Harcourt Brace Jovanovich, 1965.

BERTON, Luiz Hamilton **Indicadores de Desempenho e as práticas de boa governança corporativa**. Florianópolis, 2003. Tese (Doutorado em Engenharia de Produção) - Universidade Federal de Santa Catarina.

BLAIR, M. M. For whom should corporations be run an economic rationale for stakeholder management. **Long Range Planning**, v.31, n.2, p.195-200, 1999.

BOVESPA - Bolsa de Mercadorias do Estado de São Paulo. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br>> . Acesso em: 24 jun. 2007.

COMMITTEE ON THE FINANCIAL ASPECTS OF CORPORATE GOVERNANCE: **Report with Code of Best Practice, Cadbury Report**. London: Gee Publishing, 1992

CARVALHAL-DA-SILVA, A.; LEAL, R. Corporate governance, market valuation and dividend policy in Brazil. **Coppead Working Papers**, Rio de Janeiro, n.390, nov. 2003.

CARVALHO, Antonio Gledson. Governança corporativa no Brasil em perspectiva. **Revista de Administração**, São Paulo, v.37, n.3, jul./set. 2002.

CARVALHO, Antonio Gledson. **Efeitos da migração para os níveis de governança da BOVESPA**. São Paulo: FEA/USP, jan. 2003.

CARVALHO PINTO, Eleazar de. Avanços e desafios na reforma do mercado de capitais brasileiro. In: BACHA, E. L.; CHRYSOSTOMO, L. O. F. **Mercado de capitais e crescimento econômico: lições internacionais, desafios brasileiros**. Rio de Janeiro: ANBID, 2005.

CLAESSENS, Stijn; DJANKOV, Simeon; LANG, Darry H. P. The separation of ownership and control in East Asian Corporation. **Journal of Financial Economics**, n.58, p.81- 112, 2000.

COOPER, S.; DAVIES, J. **Shareholder or Stakeholder Value**. CIMA - The Chartered Institute of Management Accountants. London, 2001.

DAVIES, J.; COOPER, S. **Cost of equity capital**. CIMA-The Chartered Institute of Management Accountants. London, 1999.

EHRBAR, A.I. **EVA – valor econômico agregado**: a verdadeira chave para a criação de riquezas. Trad. Bazán Tecnologia e Linguística. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1999.

FERNANDES, B. R.; BERTON, L. H. **Administração estratégica**: da competência empreendedora à avaliação de desempenho. São Paulo: Saraiva, 2005.

FUNDAÇÃO DOM CABRAL. **Tendências do desenvolvimento das empresas no Brasil**. Belo Horizonte: FDC, 2002.

G8. Declaração homologada da Reunião de Cúpula, Colônia, Jun, 1999. In: **International Corporate Governance Network - Annual Conference**. Frankfurt, jul. 1999.

HITT, M. A.; IRELAND, R. D.; HOSKISSON, R. E. **Strategic management**: competitiveness and globalization. Cincinnati, Ohio: South-Western College Publishing, 2001.

HOJI, M. **Administração financeira**: uma abordagem prática: matemática financeira aplicada, estratégias financeiras, análise, planejamento e controle financeiro. São Paulo: Atlas, 1999.

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Governança corporativa**. São Paulo: IBGC, 2003.

KAPLAN, R. S.; NORTON, D. P. **A Estratégia em ação**: balanced scorecard. Trad. Luiz Euclides Trindade Frazão Filho. Rio de Janeiro: Campus, 1997.

LA PORTA, R.; LÓPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Legal determinants of external finance. **Journal of Finance**, v.52, p.1131-50, 1997.

MARTINS, E. (Org). **Avaliação de empresas**: da mensuração contábil à econômica. São Paulo: Atlas, 2001.

MONKS, Robert A. G.; MINOW, Nell. **Corporate governance**. 3.ed. Oxford: Black-well, 2004.

NOVAES, Ana. Mercado de capitais: lições da experiência internacional. In: BACHA, E. L.; CHRYSOSTOMO, L. O. F. **Mercado de capitais e crescimento econômico**: lições internacionais, desafios brasileiros. Rio de Janeiro: ANBID, 2005.

OECD. **OECD principals of corporate governance**: a difusão mundial dos códigos de boa governança. Paris: OECD, 1999.

PAVINI, Angelo. **A governança compensa**. Valor Econômico, 21 Jun. 2007.

PEIXE, Francisco Cristina Darós. **Novo mercado**: obstáculos e atrativos para as empresas do nível 1 de governança corporativa. São Paulo: FEA/USP, jul. 2003.

PENROSE, E. T. **The theory of growth of the firm**. London: Basil Blackwell, 1959.

PORTER, M. E. **Estratégia competitiva**: técnicas para análise de indústrias e da concorrência. 9.ed. Rio de Janeiro: Campus, 1986.

PRAHALAD, C. K.; HAMEL, G. The core competence of the corporation. **Harvard Business Review**, v.68, n.3, p.79-93, May/June 1990.

RAJAN, R.; ZINGALES, L. The great reversals: the politics of financial development in the 20th century. **Journal of Financial Economics**, v.69, p.5-50, 2003.

REVISTA CONJUNTURA ECONÔMICA. **Taxa do CDI/OVER**. Disponível em: <<http://www.fgv.br/ibre/cecon>>. Acesso em: jun. 2007.

ROCHA, Bruno. Limites e oportunidades do mercado de ações no Brasil. In: BACHA, E. L.; CHRYSOSTOMO, L. O. F. **Mercado de capitais e crescimento econômico**: lições internacionais, desafios brasileiros. Rio de Janeiro: ANBID, 2005.

SAMPIERI, R.H. et al. **Metodología de la investigación**. México: McGraw-Hill, 1991.

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. A survey of corporate governance. **Journal of Finance**, v.52, n.2, p.737-83, 1997.

SOLOMONS, D. **Divisional Performance**: Measurement and Control. New York: First M. Wiener Publishing Inc., 1965.

STEWART III, G.B. **The Quest for Value**. New York: Harper Business, 1991.

WILLIAMSON, O. E. **The mechanisms of governance**. Oxford: Oxford University Press, 1996.

WRIGHT, P. L.; KROLL, M. J.; PARNELL, J. **Administração estratégica**: conceitos. São Paulo: Atlas, 2000.

YIN, R. K. **Estudo de caso**: planejamento e métodos. Porto Alegre: Bookman, 2005.

Sites consultados:

www.cimaglobal.com/main/resources/developments/enterprise/

www.valuebasedmanagement.net/

<http://bovespa.com.br>

<http://cvm.gov.br/>.

<http://economica.com.br>

www.hsbcinvestimentos.com.br

www.ibgc.org.br

ANEXOS

ANEXO A

CÓDIGO PREVI

QUADRO A.1 - CÓDIGO PREVI DE MELHORES PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA: AS DIRETRIZES GERAIS

Transparência, divulgação e responsabilidade	<p>Demonstrações financeiras segundo normas contábeis internacionais.</p> <p>Relatório anual com informações <i>off balance-sheet</i>, planos de médio prazo, indicação de riscos e práticas de governança.</p> <p>Balço social levantado com metodologias estruturadas.</p> <p>Transações com partes relacionadas: segundo condições de mercado, amplamente divulgadas.</p> <p>Informações sobre estrutura acionária e direito a voto.</p> <p>Divulgação do calendário anual dos eventos corporativos.</p>
Direitos dos acionistas	<p>Informações a todos os acionistas de decisões corporativas relevantes:</p> <p>Emissões de capital.</p> <p>Vendas de ativos estratégicos.</p> <p>Transformação, incorporação, fusão e cisão.</p> <p>Criação e extinção de subsidiárias.</p> <p>Tratamento equânime a todos os acionistas de uma mesma classe.</p> <p>Divulgação para o mercado de acordos entre acionistas.</p> <p>Recomendação para que a estrutura acionária seja constituída só por ações ordinárias.</p> <p>No caso de não-adesão a estas diretrizes, limite máximo de 50% para preferenciais.</p> <p>Direito aos ordinaristas minoritários e aos preferencialistas de eleição de membros do Conselho de Administração.</p>
Tratamento equânime	<p><i>Tag along</i>: aquisição, pelo adquirente, das ações com direito a voto por 80% do valor pago pelas ações de controle; aquisição das preferenciais por 70% do valor pago às ordinárias fora do bloco de controle.</p> <p>Níveis mínimos de <i>free float</i>: 35% do capital social, com 20% do capital volante.</p>
Ética empresarial	<p>Aprovação e implantação de códigos de ética empresarial.</p> <p>Coibição da utilização de informações privilegiadas e de negociações abusivas.</p> <p>Conflitos solucionados por mediação e outros mecanismos facilitadores.</p> <p>Criação de restrições estatutárias para evitar a ocorrência de conflitos de interesse.</p>

FONTE: Andrade e Rossetti (2006)

QUADRO A.2 - CÓDIGO PREVI DE MELHORES PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA: AS RECOMENDAÇÕES PARA OS ÓRGÃOS DE GOVERNANÇA

Conselho de administração	<p>Responsabilidades e atribuições:</p> <p>Aprovar e monitorar a orientação estratégica.</p> <p>Eleger e destituir a Diretoria Executiva</p> <p>Fiscalizar a gestão e manifestar-se sobre relatórios, contas e contratos.</p> <p>Convocar Assembléia Geral.</p> <p>Acompanhar a execução orçamentária e o resultado das operações.</p> <p>Implantar Auditoria Independente.</p> <p>Identificar e administrar conflitos de interesse.</p> <p>Avaliar as práticas de governança corporativa.</p> <p>Tamanho, composição e mandato:</p> <p>No mínimo 5 e no máximo 11 membros.</p> <p>Mandato de no máximo 2 anos, com reeleição considerando a avaliação formal de desempenho.</p> <p>Composição preferencialmente por conselheiros não executivos.</p> <p>Desempenho: avaliação do desempenho e da conduta por métodos formais e periodicidade anual.</p> <p>Remuneração fixada pela Assembléia Geral.</p>
Diretoria executiva	<p>Responsabilidades e atribuições:</p> <p>Propor ao Conselho de Administração as diretrizes estratégicas, os planos de investimentos e de negócios e as políticas institucionais e funcionais.</p> <p>Apresentar mensalmente a execução das projeções orçamentárias.</p> <p>Elaborar o relatório anual da administração e as demonstrações financeiras que o acompanham.</p> <p>Mandato não superior a 3 anos.</p> <p>Avaliação do desempenho focalizada na geração de valor para os acionistas e no cumprimento de responsabilidades sociais.</p> <p>Remuneração: atribuída pelo Conselho de Administração.</p>
Conselho fiscal	<p>Responsabilidade e atribuições:</p> <p>Fiscalizar os atos dos administradores.</p> <p>Opinar sobre o relatório anual da administração.</p> <p>Denunciar erros, fraudes e crimes, sugerindo providências à companhia.</p> <p>Analisar demonstrações financeiras.</p> <p>Prover informações solicitadas por acionista ou grupo de acionistas que representem, no mínimo, 5% do capital social.</p> <p>Mandato, tamanho e composição:</p> <p>Membros eleitos pela Assembléia Geral.</p> <p>Mandato de um ano, permitida reeleição.</p> <p>Composição; 3 ou 5 membros, pelo menos um com reconhecido conhecimento em finanças.</p>
Comitês	<p>Presididos por membros não-executivos do Conselho de Administração.</p> <p>Temas de competência: auditoria, RH, finanças, estratégia, ética e governança corporativa.</p>
Auditoria independente	<p>Contratação por período máximo de 5 anos.</p> <p>Não acumulação de outros serviços de consultoria na empresa.</p> <p>Declaração de independência firmada anualmente.</p>

FONTE: Andrade e Rossetti (2006)

ANEXO B

MODELO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA PRATICADO NO BRASIL

QUADRO B.1 - MODELO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA PRATICADO NO BRASIL: UMA SÍNTESE DAS PRINCIPAIS CARACTERÍSTICAS, QUANTO A FONTES DE FINANCIAMENTO, PROPRIEDADE, CONFLITOS, PROTEÇÃO A MINORITÁRIOS E LIQUIDEZ DA PARTICIPAÇÃO ACIONÁRIA

CARACTERÍSTICAS DEFINIDORAS	OCORRÊNCIAS PREDOMINANTES	SÍNTESES
Financiamento predominante	<i>Debt</i> e geração de caixa	O mercado de capitais é ainda pouco expressivo. Do total das companhias abertas registradas (cerca de 620), 54,7% são listadas em bolsas. A relação abertas/listadas é discretamente decrescente, como também o número de novas emissões de capital. Em 2004 o valor de mercado das companhias listadas era de 55,1% do PIB; no mundo chegava a 90,8%. Predominam os exigíveis de longo prazo (<i>debt</i>) e a geração própria de caixa. Grandes empresas têm acessado fontes externas em <i>equity</i> (ADRs).
Propriedade e controle acionário	Alta concentração	A propriedade acionária concentrada. Na maior parte das companhias, os três maiores acionistas detêm mais de 80% do capital votante e o maior mais de 50%. Predominam empresas familiares (47% das abertas). Com as privatizações, constituíram-se consórcios. As empresas que não tem um acionista controlador ou grupo fechado de controle são menos de 10%. E mais de 80% tem estruturas piramidais de controle.
Conflitos de agência	Majoritários Minoritários	O conflito predominante é entre majoritários e minoritários. Pela concentração da propriedade e sobreposição com a gestão, são menos expressivos os conflitos de agência acionistas-gestão. Mas apenas 20% das empresas consideram sistematicamente os interesses dos minoritários.
Proteção legal a minoritários	Fraca	A lei admite o lançamento de 50% do capital em ações preferenciais. É garantida a distribuição de dividendos de 25% do lucro líquido e igualmente com os controladores na distribuição de fatia restante do lucro. O mecanismo de <i>tag along</i> não é estendido às ações preferenciais. E mesmo as ações ordinárias fora do bloco de controle recebem 80% do valor pago nos casos de aquisições.
Liquidez da participação acionária	Especulativa e oscilante	A alta liquidez das companhias é afetada pela predominância da posse de blocos de ações de controle. É baixo o nível do <i>free-float</i> . Baixa também a proporção das companhias listadas com alta negociabilidade. O valor médio mensal das negociações em relação ao valor de mercado das companhias é 3,5%; no mundo, em media ponderada, é três vezes maior: 12,0%.

FONTE: Andrade e Rossetti (2006)

QUADRO B.2 - MODELO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA PRATICADO NO BRASIL: UMA SÍNTESE DAS PRINCIPAIS CARACTERÍSTICAS, QUANTO A GESTÃO, CONSELHOS, FORÇAS DE CONTROLE, PROCESSOS E ABRANGÊNCIA DO MODELO

CARACTERÍSTICAS DEFINIDORAS	OCORRÊNCIAS PREDOMINANTES	SÍNTESES
Propriedade e gestão	Sobreposição	Como decorrência da alta concentração da propriedade acionária, é também alto o grau de envolvimento dos controladores na gestão. Considera-se baixo em menos de 20% das empresas. Há clareza quanto à separação das funções do conselho e da direção. Mas mesmo nas listadas em bolsa é alta a unificação de funções (37% das empresas).
Conselhos de Administração	Baixa eficácia	Obrigatório por lei para as companhias abertas, eram raros os casos de conselhos de alta eficácia até o final do século XX. Razões: acumulação de presidências conselho-direção, baixa heterogeneidade dos membros (ocorrência de conselhos minimalistas), poucos conselheiros independentes e pequeno envolvimento em questões críticas. Levantamentos recentes (biênio 2004-2005) têm sugerido mudanças em todos estes aspectos. Há evidências de tendência para maior efetividade.
Forças de controle mais atuante	Internas	É crescente a pressão de forças externas de controle: mudanças (mas pouco profundas) na Lei das SAs, níveis diferenciados para listagem em bolsa, ativismo dos fundos de pensão e outros grupos institucionais, edição de código de boa governança pelo IBGC. Mas prevalecem as forças internas, fundamentalmente associáveis às concentrações da propriedade acionária e do controle e as estruturas sobreviventes de poder.
Governança Corporativa	Em evolução	As características estruturais do mundo corporativo no país ainda mantém os padrões da governança algo afastado das melhores práticas. Mas há evoluções, resultantes de pressões externas e internas sobre o modelo vigente. Razões: privatizações, via consórcio de aquisição; processos sucessórios; fusões; presença crescente de investidores estrangeiros e institucionais no mercado; profissionalismo dos fundos de <i>private equity</i> ; listagens diferenciadas nas bolsas; e ativismo da mídia.
Abrangência dos modelos de governança	Em transição	O modelo predominante é <i>shareholders oriented</i> , movido pela concentração do capital e suportado pelo poder crescente de forças externas. É expressivo o número de empresas que emitem balanços de alcance externo (social e ambiental). Mas a cultura empresarial dominante é ainda refratária a modelos de múltiplos interesses, estrategicamente orientados também para outras partes interessadas.

FONTE: Andrade e Rossetti (2006)

Livros Grátis

(<http://www.livrosgratis.com.br>)

Milhares de Livros para Download:

[Baixar livros de Administração](#)

[Baixar livros de Agronomia](#)

[Baixar livros de Arquitetura](#)

[Baixar livros de Artes](#)

[Baixar livros de Astronomia](#)

[Baixar livros de Biologia Geral](#)

[Baixar livros de Ciência da Computação](#)

[Baixar livros de Ciência da Informação](#)

[Baixar livros de Ciência Política](#)

[Baixar livros de Ciências da Saúde](#)

[Baixar livros de Comunicação](#)

[Baixar livros do Conselho Nacional de Educação - CNE](#)

[Baixar livros de Defesa civil](#)

[Baixar livros de Direito](#)

[Baixar livros de Direitos humanos](#)

[Baixar livros de Economia](#)

[Baixar livros de Economia Doméstica](#)

[Baixar livros de Educação](#)

[Baixar livros de Educação - Trânsito](#)

[Baixar livros de Educação Física](#)

[Baixar livros de Engenharia Aeroespacial](#)

[Baixar livros de Farmácia](#)

[Baixar livros de Filosofia](#)

[Baixar livros de Física](#)

[Baixar livros de Geociências](#)

[Baixar livros de Geografia](#)

[Baixar livros de História](#)

[Baixar livros de Línguas](#)

[Baixar livros de Literatura](#)
[Baixar livros de Literatura de Cordel](#)
[Baixar livros de Literatura Infantil](#)
[Baixar livros de Matemática](#)
[Baixar livros de Medicina](#)
[Baixar livros de Medicina Veterinária](#)
[Baixar livros de Meio Ambiente](#)
[Baixar livros de Meteorologia](#)
[Baixar Monografias e TCC](#)
[Baixar livros Multidisciplinar](#)
[Baixar livros de Música](#)
[Baixar livros de Psicologia](#)
[Baixar livros de Química](#)
[Baixar livros de Saúde Coletiva](#)
[Baixar livros de Serviço Social](#)
[Baixar livros de Sociologia](#)
[Baixar livros de Teologia](#)
[Baixar livros de Trabalho](#)
[Baixar livros de Turismo](#)