

**FUNDAÇÃO UNIVERSIDADE FEDERAL DE RONDÔNIA (UNIR)**  
**NÚCLEO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS**  
**PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO: MESTRADO EM ADMINISTRAÇÃO**

**João Mourão Mendes**

**GOVERNANÇA CORPORATIVA E DESEMPENHO ECONÔMICO-FINANCEIRO**  
**DE EMPRESAS ESTATAIS BRASILEIRAS**

**PORTO VELHO**

**2010**

# **Livros Grátis**

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

Milhares de livros grátis para download.

**JOÃO MOURÃO MENDES**

**GOVERNANÇA CORPORATIVA E DESEMPENHO ECONÔMICO-FINANCEIRO  
DE EMPRESAS ESTATAIS BRASILEIRAS**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação Mestrado em Administração (PPGMAD), da Universidade Federal de Rondônia (UNIR), como requisito para a qualificação da pesquisa de dissertação.

Orientador: Prof. Dr. Osmar Siena

**PORTO VELHO**

**2010**

**FICHA CATALOGRÁFICA**  
**BIBLIOTECA CENTRAL PROF. ROBERTO DUARTE PIRES**

Mendes, João Mourão.

M538g

Governança corporativa e desempenho econômico e financeiro nas empresas estatais brasileiras. / João Mourão Mendes. Porto Velho, Rondônia, 2010.

103f.: il.

Dissertação (Mestrado em Administração) – Núcleo de Ciências Sociais Aplicadas (NUCSA), Programa de Pós-Graduação de Mestrado em Administração (PPGMAD), Universidade Federal de Rondônia, Porto Velho, Rondônia, 2010.

Orientador: Prof. Dr. Osmar Siena.

1. Governança Corporativa. 2. Empresas Estatais. 3. Desempenho. I. Título.

CDU: 658.115(81)

**Bibliotecária Responsável:** Eliane Gemaque / CRB 11-549

**JOÃO MOURÃO MENDES**

**GOVERNANÇA CORPORATIVA E DESEMPENHO ECONÔMICO-FINANCEIRO  
DE EMPRESAS ESTATAIS BRASILEIRAS**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação Mestrado em Administração (PPGMAD), da Universidade Federal de Rondônia (UNIR), como requisito para a obtenção do Título de Mestre em Administração.

Data da aprovação: \_\_\_\_/\_\_\_\_/\_\_\_\_

---

Prof. Osmar Siena, Dr.  
(Coordenador do Programa - PPGMAD/UNIR)

**Comissão Examinadora**

---

Prof. Osmar Siena, Dr. – Orientador - UNIR

---

Prof. Tomás Daniel Menéndez Rodríguez, Dr. – Membro - UNIR

---

Prof. Milanez Silva de Souza, Dr. – Membro Externo - UFAM

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço ao Prof. Dr. Osmar Siena, meu orientador ao longo desta jornada que ora se encerra, pelo aprendizado nas suas disciplinas, pelo profissionalismo e amizade com que lida com todos ao seu redor, bem como pelo exemplo de dedicação à Universidade Federal de Rondônia, nos papéis de professor e gestor.

Ao Prof. Dr. Tomás Daniel Menéndez Rodríguez, membro da banca, pelo aprendizado em sua disciplina, pelo imprescindível auxílio no tratamento estatístico dos dados da pesquisa, pela amizade, pelo incentivo à atividade científica e pelo profissionalismo demonstrado.

Ao Prof. Dr. José Moreira da Silva Neto, membro da banca, pelas orientações e contribuições ao longo deste trabalho, pelo aprendizado em suas disciplinas, pelo esforço na implantação deste Programa de Mestrado, pela amizade e pela dedicação à pesquisa.

À Profa. Dra. Mariluce Paes de Souza, pelo incentivo aos estudos da governança corporativa, pela amizade, pelo dinamismo, pelo trabalho de viabilizar a implantação de mais uma turma de doutorado na Universidade Federal de Rondônia e pelo rigor acadêmico com conduz suas atividades na academia.

Ao Prof. Dr. Theophilo Alves de Souza Filho, pelo aprendizado na sua disciplina, pela amizade, pela dedicação à Universidade Federal de Rondônia, pelo profissionalismo e cordialidade com trata a todos.

Ao Prof. Dr. Sidnei Aparecido Pereira, pelo aprendizado em suas disciplinas, pela amizade, pela dedicação de uma vida de trabalho à Universidade Federal de Rondônia e pelo incentivo aos estudos sobre controladoria.

À Profa. Dra. Maria Berenice Alho Tourinho, pelo aprendizado em sua disciplina, pela amizade, pelo entusiasmo com que conduz seu trabalho em sala de aula e pelo dinamismo que imprime às atividades acadêmicas.

Aos demais professores deste Programa de Mestrado que, apesar de não ter tido o privilégio e a oportunidade de estudar com eles, sei que estão dando o melhor de si para o curso e para a Universidade: Prof. Dr. Haroldo Leite, Prof. Dr. Carlos André da Silva Muller, Prof. Dr. João Vicente André e Prof. Dr. Jorge Luiz Coimbra.

Agradeço, ainda, a todos os amigos da turma de mestrado com quem pude debater idéias e aprender bastante com as experiências de cada um, além de construir novas e maravilhosas amizades.

Aos meus colegas de trabalho, da Controladoria-Geral da União, em especial aos amigos Leila Juliari, Sônia Maria, Alexandre Muniz e Ricardo Plácido pelo incentivo, compreensão e auxílio em todos os momentos desta longa e árdua caminhada. É um privilégio poder conviver com gente que, além de serem excelentes profissionais, também são pessoas maravilhosas e com quem partilhamos os mesmos valores.

Agradeço, finalmente, às pessoas que me proporcionam a motivação e a estabilidade emocional necessárias para trabalhar pelos meus objetivos: minha família. Sou grato, sobretudo, à minha esposa, Djane, pelo carinho, pela compreensão, pelo incentivo, pela paciência e por ser a melhor pessoa que Deus poderia ter colocado na minha vida. Também de forma especial, agradeço aos meus irmãos Rosete e José pelo convívio, apoio e carinho ao longo de toda minha vida. Aos meus pais Antônio e Marina, ambos *in memoriam*, que, mesmo não tendo tido a oportunidade de freqüentarem a escola, sempre fizeram de tudo para que pudéssemos estudar, pois tinham a sabedoria da vida, conheciam o valor da educação e foram, para mim, os melhores pais do mundo, de quem muito me orgulho. Obrigado aos meus sobrinhos, sogro, sogra e cunhados, especialmente à Janeide, à Janaína e à Maysa, pela ajuda com os gráficos. Obrigado.

MENDES, João Mourão. **Governança Corporativa e Desempenho Econômico e Financeiro de Empresas Estatais Brasileiras**. Dissertação (Mestrado em Administração). Programa de Pós-Graduação – Mestrado em Administração (PPGMAD) da Fundação Universidade Federal de Rondônia (UNIR). 105 p. Porto Velho, 2010.

## RESUMO

Esta pesquisa teve por objetivo identificar e analisar o relacionamento entre as práticas de governança corporativa vigentes nas empresas estatais de economia mista listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa), controladas pelo governo central brasileiro, e o desempenho apresentado por cada uma delas no período 2005-2008. Foi elaborado também um índice de governança para as companhias federais de economia que não estão na Bovespa para mensurar a qualidade da governança dessas organizações. O quadro teórico que dá suporte ao trabalho tem por base os fundamentos da Economia dos Custos de Transação e Teoria da Agência. A população do estudo constituiu-se das empresas estatais federais constituídas como sociedades anônimas, excluídas as empresas dependentes. A partir de consultas aos endereços eletrônicos dos Ministérios da Fazenda (MF) e do Planejamento, Orçamento e Gestão (MPOG), bem como das próprias empresas da amostra, foram coletados dados referentes à governança corporativa, ao desempenho, ao controle acionário, à alavancagem, ao tamanho da companhia, à emissão ou não de *American Depositary Receipts* (ADR) e à adesão ou não aos níveis diferenciados de governança da Bovespa. Quanto aos métodos análise, foram utilizadas duas escalas para medir o índice de governança corporativa das empresas, sendo uma para aquelas entidades que negociam ações na bolsa, o IGOV; e outra para aquelas não listadas na bolsa, o IGOVNL. O desempenho foi mensurado por um índice de retorno sobre o patrimônio líquido (ROE). O tratamento estatístico foi realizado com o uso do aplicativo *Statistical software for MS Excel (XL STAT)*, versão 7.5. Como principais resultados verificou-se: a) não foi encontrada relação estatisticamente significativa entre as práticas de governança corporativa e o desempenho das empresas estatais registradas na Bovespa e objetos deste estudo, que pode ser consequência da combinação de duas situações, a saber: primeira, os Bancos da Amazônia (BASA) e do Nordeste (BNB) apresentaram rentabilidade média de 11,5% e 13,7%, respectivamente e os menores índices de governança (12 e 14, respectivamente, de 19 pontos possíveis) e, de outro, a Eletrobrás demonstrou boa governança (16 pontos dos mesmos 19 possíveis), porém obteve retornos médios baixos, de 2,7%. Segunda, a existência de significativa diferença na qualidade da governança entre as empresas federais que estão na Bovespa e as não listadas, sendo que o primeiro grupo alcançou a média de 80% da pontuação possível no IGOV, enquanto o conjunto das companhias não listadas registrou média de 56% no IGOVNL.

**Palavras-chave:** Governança corporativa; desempenho; empresas estatais.



MENDES, João Mourão. **Corporate Governance and Economic and Financial Performance of Brazilian State-Owned Enterprises.** Dissertation (Master's Degree). Programa de Pós-Graduação – Mestrado em Administração (PPGMAD) da Fundação Universidade Federal de Rondônia (UNIR). 105 p. Porto Velho, 2010.

## ABSTRACT

This research aimed to identify and analyze the relationship between corporate governance practices in force in state-owned enterprises listed in a mixed Stock Exchange of Sao Paulo (Bovespa), controlled by the Brazilian government, and the performance made by each in the period 2005-2008. It was also elaborated a governance index for companies in federal savings that are not on the Bovespa to measure the quality of governance of these organizations. The theoretical framework that supports the work builds on the foundations of Transaction Cost Economics and Agency Theory. The study population consisted of the federal state enterprises organized as corporations, excluding those companies dependent. From consultations with the electronic addresses of the Ministries of Finance and Planning, Budget and Management as well as companies' own sample, data were collected regarding corporate governance, performance, controlling shareholder, to leverage, the size of the company, the issuance or not of American Depositary Receipts (ADR) and the membership or non-differentiated levels of governance of the Bovespa. Regarding methods analysis, we used two scales to measure the index of corporate governance of companies, one for those entities that trade stocks in the bag, IGOV and another for those not listed on the exchange, the IGOVNL. Performance was measured by a rate of return on equity (ROE). Statistical analysis was performed using the Statistical software application for MS Excel (XL STAT), version 7.5. As main results indicate: a) there was no statistically significant relationship between corporate governance practices and performance of state enterprises recorded on the Bovespa and objects of this study, which may be due to the combination of two situations, namely: first, the Banks of the Amazon (BASA) and the Northeast (BNB) showed an average return of 11.5% and 13.7% respectively and the lowest levels of governance (12 and 14, respectively, of 19 possible points) and the other, Eletrobras demonstrated good governance (16 points in the same 19 possible), but had low average returns of 2.7%. Second, the existence of significant difference in the quality of governance among companies that are in the Bovespa federal and non-listed, with the first group averaged 80% of the score possible in IGOV, while all the unlisted companies registered an average 56% in IGOVNL.

Key words: Corporate governance, performance, state-owned enterprises, agency theory.

## LISTA DE ILUSTRAÇÕES

### LISTA DE TABELAS

TABELA 1 – Percentual de empresas c/ respostas “sim” no IGOV – não listadas..	78
TABELA 2 – Índice de governança das empresas estatais listadas	80
TABELA 3 – Percentual de empresas c/ respostas “sim” no IGOV	80
TABELA 4 - Dados das empresas federais listadas na Bovespa.....	84
TABELA 5 - Relação entre as variáveis de desempenho e a qualidade da governança	85

### LISTA DE QUADROS

QUADRO 1 – Avaliação da governança de países (Banco Mundial).....	27
QUADRO 2 – Assimetria de interesses na gestão governamental.....	28
QUADRO 3 – Modelos de governança corporativa. ....	36
QUADRO 4 – Diferenças na governança de empresas privadas e estatais. ....	44
QUADRO 5 – O conselho de administração nas empresas familiares.....	50
QUADRO 6 – Comparativo de exigências dos segmentos da BOVESPA.....	57
QUADRO 7 - Elementos para a construção do IGOV. ....	68
QUADRO 8 – Elementos para a construção do IGOV – não listadas. ....	70

### LISTA DE FIGURAS

FIGURA 1– Arquitetura da governança corporativa.....	32
FIGURA 2 – Modelo de governança corporativa para empresas estatais federais. ....	41
FIGURA 3 – Processo de governança nas empresas do estado. ....	44
FIGURA 4 - Distribuição das empresas por setor de atividade. ....	61
FIGURA 5 – Modelos de governança estatal nos países da OCDE.....	62
FIGURA 6 – Índice de governança das empresas não listadas. ....	77
FIGURA 7 – Comportamento das variáveis explanatórias em função do desempenho.....	84
FIGURA 8 - Desempenho comparado das empresas estatais listadas (2005-2008). ....	87

## LISTA DE SIGLAS

SIGLA	DESCRIÇÃO
ACESITA	Companhia Aços Especiais Itabira S/A
ADR	American Depositary Receipts
BASA	Banco da Amazônia S/A
BNB	Banco do Nordeste S/A
BNCC	Banco Nacional de Crédito Cooperativo
BNH	Banco Nacional da Habitação
BOVESPA	Bolsa de Valores do Estado de São Paulo
CASEMG	Companhia de Armazéns Gerais e Silos de Minas Gerais S/A
CBTU	Companhia Brasileira de Trens Urbanos S/A
CDC	Companhia Docas do Ceará S/A
CDP	Companhia Docas do Estado do Pará S/A
CDRJ	Companhia Docas do Estado do Rio de Janeiro S/A
CEAGESP	Companhia de Entrepósitos e Armazéns Gerais de São Paulo S/A
CGPAR	Comissão Interministerial de Governança Corporativa e de Administração de Participações Societárias da União
CIBRAZEM	Companhia Nacional de Armazenamento S/A
COBAL	Companhia Brasileira de Alimentos S/A
CODEBA	Companhia Docas do Estado da Bahia S/A
CODERN	Companhia Docas do Rio Grande do Norte S/A
CODESA	Companhia Docas do Estado do Espírito Santo S/A
CODESP	Companhia Docas do Estado de São Paulo S/A
CODOMAR	Companhia Docas do Estado do Maranhão S/A
COSIPA	Companhia Siderúrgica Paulista S/A
CSN	Companhia Siderúrgica Nacional S/A
DEST	Departamento de Coordenação e Governança das Empresas Estatais
ELETOBRÁS	Centrais Elétricas do Brasil S/A
EMBRAER	Empresa Brasileira de Aeronáutica S/A

EMBRAFILME	Empresa Brasileira de Filmes S/A
EMBRATEL	Empresa Brasileira de Telecomunicações S/A
EMBRATUR	Empresa Brasileira de Turismo S/A
FURNAS	Eletrobrás Furnas Centrais Elétricas S/A
IMBEL	Indústria de Material Bélico do Brasil
INFRAERO	Empresa Brasileira de Infraestrutura Aeroportuária
IRB	Instituto de Resseguros do Brasil S/A
MPOG	Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão
OCDE	Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico
PETROBRÁS	Petróleo Brasileiro S/A
PDG	Programa de Dispendios Globais
PORTOBRÁS	Empresa de Portos do Brasil S/A
SERPRO	Serviço Federal de Processamento de Dados
SIDERBRÁS	Siderurgia Brasileira S/A
TELEBRÁS	Telecomunicações Brasileiras S/A
USIMINAS	Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S/A
TRENSURB	Empresa de Trens Urbanos de Porto Alegre S/A

## SUMÁRIO

<b>1</b>	<b>INTRODUÇÃO .....</b>	<b>12</b>
1.1	Problema de Pesquisa.....	14
1.2	Objetivos.....	15
1.3	Justificativa .....	16
1.4	Organização do Estudo .....	17
<b>2</b>	<b>REFERENCIAL TEÓRICO-EMPÍRICO .....</b>	<b>19</b>
2.1	Teorias da Agência e da Economia dos Custos de Transação.....	19
2.2	Governabilidade, Governança de Estado e Governança Corporativa .....	24
2.2.1	Princípios e Diretrizes Sobre Governança da OCDE para Empresas Estatais ..	45
2.3	O Papel dos Principais Atores na Governança Corporativa.....	47
2.3.1	Estrutura de propriedade .....	47
2.3.2	Conselho de Administração .....	49
2.3.3	Gestão .....	52
2.3.4	Auditoria Independente .....	53
2.3.5	Conselho Fiscal .....	54
2.3.6	Conduta e Conflito de Interesses.....	54
2.4	A Atuação da BOVESPA na Governança Corporativa.....	55
<b>3</b>	<b>EMPRESAS ESTATAIS: CRIAÇÃO, EVOLUÇÃO E ESTÁGIO ATUAL .....</b>	<b>59</b>
3.1	Histórico das Empresas Estatais nos Países da OCDE e no Brasil.....	59
3.2	A Organização da Propriedade Estatal nos Países da OCDE e no Brasil.....	62
<b>4</b>	<b>PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS .....</b>	<b>67</b>
4.1	Tipologia da Pesquisa .....	67
4.2	População da Pesquisa .....	67
4.3	Coleta de Dados .....	68
4.4	Definição Constitutiva e Operacional das Variáveis .....	68

4.4.1	Qualidade da Governança Corporativa .....	68
4.4.2	Desempenho Corporativo e Demais Variáveis Estudadas.....	71
4.5	Modelo Estatístico e Tratamento dos Dados.....	72
4.6	Limitações da Pesquisa .....	74
5	DADOS E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS.....	76
5.1	Indicadores das Práticas de Governança Corporativa .....	76
5.1.1	Empresas não Listadas na Bolsa de Valores de São Paulo.....	76
5.1.2	Empresas Listadas na Bolsa de Valores de São Paulo .....	80
5.2	Relação entre Governança, Desempenho e Demais Variáveis .....	83
6	CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES.....	889
	REFERÊNCIAS.....	92
	ANEXOS.....	98

# 1 INTRODUÇÃO

O tema governança corporativa não é propriamente novo. Ronald Coase já estudava os custos de transação em 1937 no ensaio *A Natureza da Empresa*. Outros trabalhos que são referências clássicas na investigação deste assunto são: Alchian, com *Incerteza, Evolução e Teoria Econômica*, de 1950; Alchian e Demsetz, 1972, com *Production, Information Costs and Economic Organization*; e Jensen e Meckling, 1976, com *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Capital Structure* (WILLIAMSON, 1991, p. 9-28). Contudo, a pressão pela adoção de boas práticas de governança, tais como agir com transparência e prestar contas dos compromissos assumidos, intensificou-se a partir dos grandes escândalos corporativos ocorridos nesta década nos Estados Unidos, principalmente. Grandes corporações como *WorldCom*, *Enron*, *Xerox*, *Qwest* e *Tyco* quebraram em decorrência de fraudes perpetradas por seus dirigentes, algumas vezes com a conivência de auditores independentes. Não se pode esquecer, porém, que esse mal é global – Parmalat, na Itália e Construtora Encol no Brasil reforçam esse entendimento.

A Revista *Forbes* (FORBES, 2005) listou 22 (vinte e duas) grandes empresas norte-americanas onde, supostamente, teriam ocorrido fraudes, principalmente contábeis, e que vieram a público entre os anos de 2000 e 2002. A *Merck*, por exemplo, uma gigante do ramo farmacêutico, teria contabilizado em dobro receita de US\$ 12,4 bilhões. A *Enron*, por sua vez, teria contabilizado lucro fictício e escondido despesas de US\$ 1 bilhão por meio da manipulação de livros contábeis de organizações parceiras.

Na Europa, além da *Parmalat*, empresas como *Adecco*, *Vivendi*, *Ahold*, bancos *Barings* e *Société Générale* também se viram envolvidas em grandes escândalos financeiros decorrentes de problemas de transparência e de controles em operações de grande porte. No caso *Barings*, um único operador realizou operações malsucedidas da ordem de US\$ 1,4 bilhão, causando a falência da empresa. O *Société Générale* acusou um de seus operadores no mercado financeiro de efetuar fraudes de US\$ 7 bilhões (COFFE JR.; 2005; BBC BRASIL, 2008).

Mas, afinal, por que as fraudes ocorrem? Acredita-se que alguns dirigentes empresariais parecem ter um fascínio pelo risco e pela ganância, de forma que, no mínimo, esses dois fatores caminham juntos. Para melhor ilustrar tal comportamento, o autor utiliza a história de Ícaro, da mitologia grega. Esse personagem, encantado com a descoberta de que

pode voar, aproxima-se cada vez mais do sol, desobedecendo ao pai, até ter as asas derretidas e se precipitar ao mar (SKEEL, 2005).

A boa notícia é a crescente pressão de investidores, órgãos reguladores e governos pela melhoria da governança nos negócios em geral. No Brasil, a cronologia do desenvolvimento desse assunto nas empresas começa, efetivamente, a partir da década de 1970, quando surgem os conselhos de administração nas organizações Alpargatas, Mappin, Docas e Monteiro Aranha, com os primeiros sinais de independência dos conselhos - maiores poderes (*empowerment*), e entrada em vigor da Lei n. ° 6.404/76 que fixa competências para o conselho de administração (LODDI, 2001, p. 26-27).

As pesquisas sobre o assunto ganham corpo desde os anos de 1990, voltadas majoritariamente para o setor privado, nas quais se estudam as possíveis relações entre variáveis de governança, resultado econômico e financeiro, endividamento, colocação de títulos no mercado externo maior ou menor concentração da propriedade, por exemplos . Por outro lado, faltam estudos relativos às empresas estatais controladas pela União que, por vezes, são utilizadas como moeda de troca na busca de apoio político para que o governante obtenha condições legislativas de governabilidade. Isso pode gerar corrupção, fraudes e malversação, como acusa o trabalho conduzido pela Comissão Parlamentar Mista de Investigação (CPMI) dos Correios – o escândalo do “mensalão”.

O mensalão começou a ser desvendado em 2005 quando um diretor da Empresa Brasileira de Correios (ECT) foi filmado supostamente recebendo uma propina no valor de três mil reais. No mesmo vídeo, o diretor, que fora indicado por um partido político, detalhou como funcionava o sistema de arrecadação ilegal de recursos dentro da estatal. Mais tarde, uma investigação da Polícia Federal concluiu que a operacionalização do esquema corrupto funcionava assim: a empresa interessada em contratar com a estatal concordava em pagar um percentual de 3% a 5% de tudo que recebesse no contrato ao representante do partido político. No caso, o diretor indicado pelo partido ficava responsável por fraudar as licitações de modo a contratar com determinada empresa, arrecadar a propina e entregá-la ao partido (VEJA, 2008). Acrescente-se que na investigação policial, anteriormente mencionada pela Revista, consta que a entrega de cargos de direção a partidos políticos ocorre “tanto nos Correios quanto em outras empresas estatais”. Portanto, trata-se de prática corriqueira na administração pública nacional. Ainda sobre a ECT, verificou-se também que, além da entrega de dinheiro em troca de “[...] informações e benefícios indevidos nos procedimentos administrativos de licitação, nas prorrogações de contrato, na repactuação de preços [...]”, os fornecedores eram



intimidados a contribuir “[...] diretamente para o partido nas campanhas eleitorais [...]”. Isso demonstra uma tentativa de perpetuação de exploração privada das empresas públicas.

Outra crítica que se faz às empresas controladas pela União é a pouca transparência frente à importância e ao volume de dinheiro movimentado por elas, cerca de 400 bilhões de reais em 2008. Nesse sentido, a Contas Abertas, uma entidade sem fins lucrativos que monitora dispêndios governamentais, destaca que, embora as estatais prestem contas mensalmente ao Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão (MPOG) mediante atualização de dados no Programa de Dispêndios Globais (PDG), a divulgação das informações se dá em bases trimestrais e anual pelo Ministério, inviabilizando o acompanhamento da execução *pari passu* pelos cidadãos (CONTAS ABERTAS, 2009). A transparência, ressalte-se, é um componente fundamental da boa governança.

## **1.1 Problema de Pesquisa**

O presente estudo parte do pressuposto que a adoção de boas práticas de governança corporativa pelas empresas em geral - e pelas companhias estatais em especial – favoreçam à maximização da riqueza de seus proprietários, seja pela redução dos custos de capital, seja pela valorização de suas ações como consequência de uma avaliação positiva pelo mercado. Além disso, os grandes escândalos corporativos do início desta década revelaram que o conflito de interesses entre acionistas e executivos pode ser potencializado por fragilidades no modelo de gestão utilizado.

De forma análoga, os casos de corrupção que se sucederam na esfera governamental no Brasil nos últimos cinco anos, grande parte contando com a participação de empresas estatais como indicaram o Ministério Público Federal e as Comissões Parlamentares de Inquéritos, também podem sinalizar que é necessário aprimorar a gestão dessas empresas pelo Estado brasileiro. Todavia, para o setor empresarial público não foram localizados estudos que esclareçam como o acionista controlador – o Estado – e seus prepostos, os dirigentes, pensam e agem relativamente aos modelos de governança recomendados pelos principais códigos do gênero. Neste contexto, a investigação pretende responder à seguinte questão: Qual a relação entre governança corporativa e o desempenho econômico-financeiro das empresas estatais brasileiras?

Para tanto, adotar-se-á, como universo da pesquisa, empresas estatais federais constituídas como sociedades anônimas, excluídas as empresas dependentes (aquelas que recebem dinheiro público para o seu custeio).

## 1.2 Objetivos

Para Marion (2006, p.36) o objetivo de uma pesquisa é a própria situação que se pretende atingir ao final, após aplicarem-se os recursos, métodos e técnicas adequados e necessários à investigação científica. Vergara (2007, p.25) acrescenta que, ao se obter a resposta para o problema proposto, automaticamente foi alcançado o objetivo final. Esta autora recomenda a fixação de objetivos intermediários (ditos específicos por parte dos autores da área), que passam a funcionar como metas que auxiliarão no atingimento do objetivo geral.

Nesse sentido, o objetivo desta pesquisa é analisar o relacionamento entre as práticas de governança corporativa vigentes nas empresas estatais de economia mista, dividindo-as em listadas e não listadas na Bovespa, controladas pela União, e o desempenho econômico-financeiro médio apresentado especificamente por cada uma das listadas no período 2005-2008.

Para atingir-se a finalidade referida, foram estabelecidos os seguintes objetivos intermediários, de forma a detalhar o objetivo central:

- Definir, com base na literatura, variáveis que possam captar as principais dimensões de governança corporativa das sociedades pesquisadas;
- Identificar as principais práticas de governança recomendadas pelos principais códigos de governança corporativa, bem como as práticas específicas empresas estatais, sugeridas pela Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico (OCDE);
- Identificar, coletar e sistematizar as principais práticas de governança adotadas pelas empresas estatais federais constantes da amostra, com o auxílio das escalas retro mencionadas.
- Construir dois índices de governança corporativa para as companhias estatais, sendo um para as listadas na BOVESPA, o IGOV – Listadas; e outro para as estatais não listadas em bolsa, o IGOV – Não Listadas.

### 1.3 Justificativa

Para *Beuren et al.* (2003, p. 66), nos trabalhos monográficos da área contábil “[...] regularmente consta a contribuição do estudo à área de conhecimento da investigação, à prática das organizações e à sociedade em geral.”. Nesse sentido, há pelo menos três fatores que tornam relevante o presente estudo, a saber:

a) carência de pesquisas na área de governança corporativa para empresas controladas pelo Estado, assim considerados União, Estados-membros e Municípios.

De maneira geral, a revisão da literatura nacional evidenciou que as pesquisas estão voltadas, em sua maioria, para a iniciativa privada, concentradas em questões como estrutura de propriedade, relações com *stakeholders* (partes interessadas) e desempenho. Na área governamental foram identificados, até o momento, não mais do que meia dúzia de estudos no nível *stricto sensu*, destacando-se as teses de Fontes Filho (2004), esta mais voltada para fundos de pensão, e Brettas (2007); as dissertações de Melo (2005) e Guedes (2008), considerando as bases de dados públicas da CAPES e das maiores universidades brasileiras.

b) a importância econômica, estratégica e social das companhias estatais federais para o Brasil.

Embora o processo de privatização desencadeado a partir de 1990 tenha reduzido significativamente o peso deste setor na economia do país, as organizações comerciais controladas pelo poder público continuam sendo de fundamental importância nas áreas de petróleo, portos e energia, por exemplos. Além disso, a massa de salários pagos por elas e o grande número de ações sociais que apóiam as colocam em elevado grau de relevância social.

A recente crise nas relações bilaterais com a vizinha Bolívia, decorrentes de instabilidades políticas nesse país fronteiriço, deixaram à mostra a dependência que a economia brasileira tem em relação ao petróleo e, por conseguinte, relativamente à Petrobrás (estatal) que, dentre outros insumos, fornece grande parte do gás natural que move as indústrias do Centro-Sul do Brasil.

c) contribuição para aprimoramento das empresas.

O estudo se justifica pela importância que tais empresas têm para a vida econômica, financeira e social do país. As companhias financeiras, por exemplo, juntamente com a Petrobrás, são lucrativas, representando dividendos para o Tesouro; as elétricas e as portuárias

garantem parte fundamental da infraestrutura de que o restante da economia necessita para prosperar.

Por fim, importa informar que esta investigação acadêmica enquadra-se na linha de pesquisa controladoria das organizações do Programa de Pós-Graduação: Mestrado em Administração (PPGMAD) da Universidade Federal de Rondônia (UNIR), haja vista que contribuirá para a produção e disseminação de conhecimentos sobre o processo de gestão das empresas estatais federais constituídas sob a forma de sociedades de economia mista.

## **1.4 Organização do Estudo**

A investigação encontra-se estruturada em cinco capítulos, obedecendo-se a seguinte ordem:

Capítulo 1 – Introdução. Neste capítulo são abordadas, de forma resumida, questões que fomentam a corrupção na administração pública, sobretudo nas companhias estatais federais. Também se discutem o problema de pesquisa, os objetivos do estudo e os motivos que o tornam relevante.

Capítulo 2 – Referencial Teórico-Empírico. Parte do trabalho em que são apresentados os conceitos de teoria de agência, governança corporativa e níveis diferenciados de governança propostos pela Bolsa de Valores do Estado de São Paulo – BOVESPA. Revelam-se, igualmente, os Princípios de governança para as empresas estatais e recomendações para sociedades mercantis em geral, além de estudos específicos e o quadro geral das companhias controladas pela União Federal.

Capítulo 3 - Empresas Estatais: Criação, Evolução e Estágio Atual. Apresenta os motivos que levaram governos nacionais a destinarem parte dos recursos arrecadados com a cobrança de tributos para a criação de empresas. Trata, ainda, da evolução da propriedade estatal ao longo do século XX, bem como da forma de organização dessa propriedade no Brasil e nos países membros da Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico (OCDE).

Capítulo 4 – Procedimentos Metodológicos. É onde se esclarece o tipo de pesquisa desenvolvida e os métodos e técnicas empregados. Fala-se, ainda, dos instrumentos de coleta de dados e de como se dará o tratamento estatístico das informações recolhidas em campo.

Capítulo 5 – Apresentação e Análise dos Resultados. Tem a finalidade de expor os resultados do trabalho de campo, revelar o tratamento estatístico que se fez e discutir as questões de pesquisa. E, por fim, serão apresentadas as considerações finais, resumindo todas as discussões que permearam o trabalho.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO-EMPÍRICO

### 2.1 Teorias da Agência e da Economia dos Custos de Transação

Berle e Means (1932) estudaram as relações entre propriedade e gestão empresarial partindo da hipótese de que os administradores adotam práticas que lhes tragam benefícios pessoais, em vez da maximização da riqueza dos donos do negócio. Com esses estudos, influenciaram o desenvolvimento de teorias: da firma, dos custos de transação e da agência, que mais tarde vieram se tornar arcabouço para o conceito de governança corporativa (FONTES FILHO, 2003, p.3).

Outra influência importante nessa área decorre do trabalho de Coase publicado em 1937 sobre A Natureza da Empresa. Esse autor se ocupa da compreensão do funcionamento da empresas, inclusive das interações entre os custos de transação com os custos de organização. Explica que se trata de uma complexa interrelação, tendo em vista que envolve práticas de preços, arranjos contratuais e as formas das organizações. Além disso, a própria maneira de funcionar do Estado (país) afeta esse universo relacional. (WILLIAMSON, 1991, p.102).

Williamson (1991, p.11) é outro pesquisador a defender que o estudo dos custos de transação configura-se de grande importância para a organização econômica. Para o autor, problemas como a assimetria de informação, os contratos incompletos, a dependência bilateral e os limites da intervenção autoritária de terceiros, dentre outros, dão origem dos custos de transação. Tais eventos, afirma Williamson, podem ser observados quando se investigam os efeitos das externalidades e das falhas de mercado sobre os preços praticados na economia.

Em Farina (1997, p.55), Azevedo fornece uma conceituação esclarecedora sobre os custos de transação, a saber:

[...] são custos não diretamente ligados à produção, mas que surgem à medida que os agentes se relacionam entre si e problemas de coordenação de suas ações emergem. [...] por exemplo, insumos devem ser adquiridos no mercado, mediante contratos ou internamente à firma. [...] Frequentemente não há garantias ao perfeito funcionamento dessas atividades, [...], nem, tampouco, a possibilidade de controle sobre elas. Conseqüentemente, custos de transação emergem.

Para Zylberstajn (1995, p.135) e Marino (2005, p.65), as abordagens de “agência” e da economia dos custos de transação (ECT), embora pertençam à mesma vertente da teoria contratual da firma, diferenciam-se em pelo menos em um pressuposto: a racionalidade dos agentes. Na “agência”, os agentes atuam de forma deliberada e racional no desenho dos contratos a que se submetem, enquanto na ECT as questões contratuais vão sendo adaptadas *ex-post*. No mesmo sentido, Siffert Filho (1998, p.4) explica que a teoria da agência e a teoria dos custos de transação são vertentes da Teoria dos Contratos. Argumenta que a teoria da agência se preocupa em estudar as relações econômicas bilaterais entre o dono do negócio (principal) e o seu preposto (agente). Nessa relação, três condições podem ser observadas:

- a) o agente dispõe de vários comportamentos possíveis para serem adotados, ou seja, em uma corporação, por exemplo, os administradores são aqueles que, efetivamente, detêm o controle sobre os ativos da firma, podendo empregá-los de distintas maneiras;
- b) a ação dos agentes/administradores afetam não apenas seu próprio bem-estar (estabilidade, crescimento), mas também do principal/acionistas controladores (valorização das ações, dividendos); e
- c) as ações do agente dificilmente são observáveis pelo principal, havendo assimetria informacional entre as partes. Vale dizer, a assimetria ocorre quando apenas uma das partes detém uma informação que deveria ser do conhecimento de todos os interessados, podendo então tirar proveito da situação.

Como consequência, essa teoria passa a se ocupar do estudo de como criar um sistema de compensações (contrato) que ofereça incentivos suficientes ao agente para agir no melhor interesse do principal (SIFERT FILHO, 1998, p.5). Nesse sentido, os mais recentes problemas financeiros ocorridos nos Estados Unidos (crise do *subprime*, quebra de bancos) demonstram que essa é uma tarefa bastante difícil, haja vista que a idéia de pagar aos executivos (agentes) bônus pelo alcance de lucros crescentes os leva a assumir cada vez mais riscos o que, em alguns casos, custa a própria sobrevivência dessas companhias. Em Farina (1997, p.73), Azevedo vai além e leciona que a abordagem da Economia dos Custos de Transação (ECT) trabalha com dois pressupostos comportamentais: a racionalidade limitada e o oportunismo. Pelo primeiro, as pessoas agem de forma racional, porém limitadamente. O mesmo autor (1997, p.73) exemplifica que, via de regra, o objetivo de um empresário é a maximização de seu lucro. Entretanto, para alcançar esse objetivo, precisará obter as melhores informações possíveis e ter capacidade de lidar com a complexidade de contratos de várias naturezas, gerando custos maiores que os benefícios – proibitivos, portanto.

A compreensão sobre extensão da racionalidade – se plena ou limitada – é o que distingue a ECT da Teoria da Agência. Para a ECT, a racionalidade limitada das pessoas conduz necessariamente a contratos incompletos, ocasionando os custos de transação *ex-post*. Enquanto isso, a abordagem agente – principal acredita que todos os elementos de um contrato podem ser identificados *ex-ante*, embora admita que o aumento da complexidade contratual eleve os custos. Parte-se, portanto, de uma racionalidade plena (AZEVEDO, 1997, p.77).

Sobre o comportamento oportunista, Azevedo (1997, p.80) prega que ele existe porque os indivíduos são racionalmente limitados. No entanto, para minimizar os efeitos de ações oportunistas e viabilizar as transações o ser humano desenha instituições, sendo a ética uma delas. Portanto, a ética é um conjunto de regras que orienta as interações entre pessoas, restringindo comportamentos não desejados. Nesse sentido (Williamson, 1989, p.139), a racionalidade limitada e a defesa de interesses pessoais conduzem os agentes de uma organização a manipular as informações internamente, divulgando somente o que seja de sua conveniência. Esses, digamos, supostos comportamentais são descritos na literatura especializada como oportunismo, risco moral e agência. Citando Gauss (1952), Williamson (1989, p.139) diz que, desde a Idade Média, Nicolau Maquiavel (O Príncipe) já alertara sobre o comportamento oportunista do ser humano. O autor destaca a seguinte passagem, pinçada por Gauss, para exemplificar o pensamento de Maquiavel:

[...] a prudent ruler ought not to keep faith when by so doing it would be against his interest, and when reasons which made him bind himself no longer exist...[L]egitimate grounds [have never] failed a prince who wished to show colorable excuse for the promise.

Em outras palavras, um comportamento oportunista conduz a pessoa a agir conforme seus interesses de momento, sem cogitar de princípios e convicções. Nesse ponto, a existência de contratos deve ser considerada, embora eles sejam incompletos. É instrutivo e de grande conveniência analítica assumir que os agentes tenham a capacidade de possuir uma visão global *ex-ante* à contratação, a condição de racionalidade limitada opõe-se a isso. Todos os contratos factíveis são incompletos. Portanto, as questões pós contratação adquirem especial importância sob o aspecto econômico. O estudo das estruturas que facilitam resolução de litígios, das lacunas contratuais e da adaptação torna-se parte dos problemas de uma organização (Williamson, 1989, p.139).

Ainda sobre contratos, outra concepção conveniente é assumir que os agentes econômicos cumprirão suas promessas. Tal comportamento não se concretizará, contudo,



quando os agentes agirem de forma oportunista (Williamson, 1989, p.140). Uma vez mais, os mecanismos de salvaguardas contratuais *a posteriori* serão necessários para deter possíveis comportamentos oportunistas. Esses mecanismos, contudo, trazem custos de desenho e de implementação.

Na clássica definição de Fama e Jensen (1983, p.2), os custos de agência compreendem os gastos de estruturação e de monitoramento, além de outros ligados a contratos entre pessoas que em algum momento possam incorrer em conflitos de interesses dentro de uma organização. Compreende, ainda, as perdas residuais que ocorrem quando os custos de uma execução contratual plena superam os benefícios correspondentes. E tudo isso ocorre no âmbito do processo decisório, por isso é importante visualizar suas etapas constitutivas, que são:

- a) iniciação – momento onde nascem as propostas para utilização dos recursos disponíveis na empresa, bem como para estruturação dos contratos;
- b) ratificação – escolha das propostas que serão implementadas;
- c) implementação – execução das propostas ratificadas;
- d) monitoramento – etapa onde se mensura o desempenho dos gestores e o alcance dos objetivos (FAMA; JENSEN, 1983, p.303).

Nota-se, então, que no controle dos problemas de agência é fundamental que um sistema de decisão separe claramente a função de administração, a quem cabe a iniciativa de tomar decisões no cotidiano, bem como sua implementação, do papel de controle, a quem compete a ratificação e monitoramento das ações executadas pelos gestores (FAMA; JENSEN, 1983, p.6).

Ressalte-se que a operacionalização desse sistema flui pela a) criação de níveis hierárquicos, onde os níveis mais elevados controlam os níveis menores; b) mediante a prática de decisões colegiadas (os comitês, por exemplo); c) e, de forma geral, pelo conselho de administração. Sem esquecer que a auditoria e o conselho fiscal também jogam importantes papéis nesse sistema decisório. Contudo, mesmo melhorando o processo decisório não se encerrarão as ações oportunistas.

Dessa maneira, para Jensen (2003, p.86), as ações expropriatórias dos agentes ocorrem porque, mesmo oferecendo atraentes incentivos financeiros e não-financeiros aos seus dirigentes, os proprietários das organizações não têm como assegurar que tais administradores e conselheiros conduzam os negócios no melhor interesse dos donos. Por isso são requeridas

medidas adicionais para monitorar o desempenho e a lisura da gestão, gerando assim os custos de agência.

Portanto, os custos de agência decorrem da inexistência do contrato completo (axioma de Klein) e da inexistência do agente perfeito (axioma de Jensen e Meckling), isto é, nenhum contrato pode prever a priori todas as situações possíveis que estão por vir, bem como é da natureza humana colocar os seus próprios interesses em primeiro plano (ANDRADE; ROSSETTI, 2004, p.104). Esses autores relacionam doze atitudes atribuíveis aos agentes que implicam no tipo de gasto que ora se discute, a saber:

- a) autoconcessão de benefícios e remuneração excessivos, agindo de forma oportunista;
- b) resistência em implementar ações que podem interessar aos acionistas, tais como liquidação, fusão e cisão;
- c) adoção de decisões que tenham fortes reflexos na situação econômico-financeira da empresa, mesmo na ausência de consenso;
- d) opção pelo crescimento do empreendimento em detrimento da maximização do retorno do capital investido;
- e) transacionar preços de transferências abaixo daqueles praticados no mercado, nas operações de que sejam acionistas, revelando conflito de interesses;
- f) adoção de práticas de nepotismo e outras que conflitem com os interesses da companhia;
- g) prática de estratégias de diversificação do negócio que resultem em destruição de valor, com redução de riscos para os agentes;
- h) acesso assimétrico a informações;
- i) resistência a avaliações estruturadas de desempenho da direção executiva;
- j) foco nos resultados de curto prazo;
- l) falta de compromisso com a continuidade da empresa;
- m) subjugamento do conselho de administração e de outros colegiados internos.

Zilberstajin (1995, p.135) agrega esses custos em três categorias:

- a) custos de oportunidade – decorrem da perda de recursos resultante de sua aplicação em objeto menos rentável, dadas duas ou mais alternativas de investimento;
- b) custo com monitoramento dos agentes (gestores), que compreendem os incentivos aos dirigentes e a estrutura de governança corporativa visando à proteção do patrimônio e dos interesses dos proprietários;
- c) perda residual, oriunda das decisões dos agentes que causem diminuição da riqueza dos donos do negócio.

Vale dizer que a separação entre propriedade e gestão deu-se de maneira natural, como consequência do desenvolvimento do capitalismo. Essa separação fomentou o surgimento de empresas gigantescas, com atuação globalizada, de forma que se tornou impossível para os proprietários executarem pessoalmente a administração do negócio.

Sendo assim, as despesas decorrentes da relação agente e principal, entendidos como o proprietário do negócio e seu preposto, respectivamente, estão presentes no cotidiano das

companhias e ocorre tanto na fase de elaboração dos contratos, quanto durante a sua execução. No momento inicial, as partes interessadas negociam os incentivos e as garantias (salvaguardas); depois, já na execução, as imperfeições – representadas pelas falhas, erros e omissões – geram a necessidade de adaptações nos ajustes originais (WILLIAMSON, 1993).

Na obra *A Natureza da Empresa* (Williamson, 1996), Rosen ( p.115) afirma que evitar o custo de monitoramento é uma preocupação contemporânea dentro da bibliografia especializada referente à Teoria da Agência. Seu foco é a empresa de maneira em geral, sem especificar a quem pertence o controle (estatal ou privado). O autor enfatiza a questão dos incentivos e punições para os agentes internos à companhia. Ele defende que as entidades devem premiar o bom comportamento e castigar a malversação. E, ainda, que tanto o bônus quanto o ônus devem ser proporcionais aos resultados materializados.

Assim, seguindo o raciocínio de Rosen, uma possível solução é o estabelecimento de um compromisso entre o agente e o principal, fixando-se direitos e obrigações recíprocas e proporcionais aos riscos envolvidos. Por exemplo, poder-se-ia fixar uma remuneração base para os agentes, por segurança, e um percentual sobre os resultados obtidos pela empresa, decorrentes no esforço árduo do agente.

A partir dessas teorias – agência e custos de transação – começaram a surgir os modelos de governança para empresas. Hoje parece ser possível e desejável apoiar-se nelas para aprimorar a condução do Estado, bem como de suas empresas em particular.

## **2.2 Governabilidade, Governança de Estado e Governança Corporativa**

Num país, a governabilidade está relacionada com o exercício do poder de mando, de condução, de governo, com o propósito de alcançar resultados macroeconômicos favoráveis dentro de um ambiente institucional (MONTEIRO, 2008). Objetivos políticos, sociais e de sustentabilidade ambiental também carecem da governabilidade. Essa governabilidade pauta-se em outros três conceitos fundamentais para o relacionamento entre governos e sociedade, a saber: a) Institucionalidade, cujos pilares são legitimidade e legalidade; b) Civismo, caracterizado pela consciência e participação cidadãs; e c) Confiança, representada pela disposição de acreditar no outro, de cooperar (GUÉDEZ, 2005).

Apoiados em Gallicchio e Villacorta (2003), Chaparro e Jimenez (2007, p.115) afirmam que a palavra governabilidade tem sido utilizada com variados significados e em diferentes contextos. Assim, quando se refere às regras do sistema político com vistas à

resolução de problemas entre os tomadores de decisão, fala-se de legalidade. Quando se fala do funcionamento de instituições, bem como de sua aceitação pela sociedade, trata-se de legitimidade. Ao atender as demandas sociais, tem-se a eficácia. Ao buscar a formação de consensos entre múltiplos atores, por meio de processos democráticos, o caso é de participação.

Maciel (2004, p.110) afirma que, dentro de um sistema político, governabilidade é “[...] a capacidade de tomar decisões racionais, coerentes e, como tal, capazes de serem efetivamente aplicadas.”. O autor entende que nos regimes democráticos, como o brasileiro, essa capacidade fundamenta-se na funcionalidade do sistema representativo, que abarca os subsistemas eleitoral, partidário e de governo. Assim, conclui o autor, quanto mais coerentes e consistentes eles forem, menor será o grau de conflitividade. Por outro lado, o mesmo autor ressalva que a governabilidade não é a única prática que o sistema representativo deve garantir. A diversidade é a outra função essencial desse sistema. Entretanto, segundo ele, não é possível maximizar essas funções concomitantemente, ou seja, o fortalecimento de uma necessariamente enfraquecerá a outra; a diversidade significa mais partidos políticos e outras representações da sociedade no cenário decisório e quanto mais atores, maiores as dificuldades para se obter consenso.

O cenário político instituído a partir da década de 1980, com a redemocratização do país e promulgação da Constituição Federal, ratifica a tese de Maciel. A página eletrônica do Tribunal Superior Eleitoral (TSE) informa que existem 27 (vinte e sete) agremiações partidárias registradas, praticamente inviabilizando que uma única sigla obtenha a maioria das cadeiras no Legislativo – isso vale para União, Estados e Municípios. Como consequência, o processo de construção de base parlamentar para governar torna-se muito complexo e conflitivo, ou seja, governabilidade e diversidade partidária parecem mesmo andar em direções opostas.

Portanto, no Brasil, a quantidade de partidos políticos e o crescente número de organizações da sociedade civil que pleiteiam espaço na arena decisória tornam mais complexa a governabilidade do Estado. Por isso é cada vez mais importante aprimorar os mecanismos de governança. Mas o que é governança?

Segundo o Banco Mundial (2009, p.3), governança do Estado é:

[...] o conjunto das tradições e instituições por meio das quais se exerce a autoridade num país. Isso inclui o processo de seleção, monitoramento e substituição dos governantes; a capacidade do governo de formular e implementar políticas públicas sólidas; e o respeito dos cidadãos e do Estado para com as

instituições que administram a economia e as interações sociais.

Percebe-se que, para o Banco Mundial, que a governança traduz-se pelos poderes da República (no caso brasileiro), por questões culturais do povo (tradições) e por todas as instituições estatais que permitem o exercício da autoridade, ou seja, do governo. O respeito da sociedade e do próprio Estado para com essas instituições também está relacionado com o processo de governança.

Pereira (2007) também discute a governança no Estado. Para ele, trata-se de um processo, tanto quanto a governabilidade, porém com maior abrangência. Nesse cenário, o governo continua sendo o principal ator, contudo transmite-se a idéia de que as pessoas, as organizações da sociedade civil, as empresas, as organizações internacionais e as entidades públicas e privadas em geral também integram o processo decisório.

Santos (1996, p.09) também observa uma significativa expansão do conceito de *governance*. Para ele, além dos mecanismos tradicionais de agregação e articulação de interesses, como partidos políticos e grupos de pressão, a governança agora também abarca “[...] redes sociais informais (de fornecedores, famílias, gerentes), hierarquias e associações de diversos tipos”.

Para avaliar comparativamente a qualidade da governança das nações, o Banco Mundial (2009, p.3) criou os Indicadores de Governança Global (*Worldwide Governance Indicators*, WGI), abrangendo mais de 200 países. Essa metodologia avalia seis dimensões de governança, a saber:

- a) Voz e accountability, ou seja, a possibilidade de participação do cidadão nas decisões do Estado e o grau de transparência e prestação de contas percebido pelas pessoas nas ações estatais. A *accountability* ocorre quando um dirigente presta contas sobre as coisas que se comprometera a realizar;
- b) Estabilidade política e das instituições, que avalia até que ponto existe um Estado de Direito nas nações;
- c) Efetividade do governo, relacionado com a capacidade do poder público de cumprir a sua missão;
- d) Qualidade do ambiente regulatório, que examina a clareza das regras gerais impostas pelo Estado;
- e) Cumprimento das leis, ou seja, análise da efetiva aplicação das leis pelo Estado;
- f) Controle da corrupção, identificando qual a percepção das pessoas sobre a eficácia dos mecanismos de combate à corrupção existente em cada país.

Ressalte-se que a posição do Brasil, medida por esse agregado de indicadores, é ruim mesmo comparada com o posicionamento de nossos vizinhos da América Latina, como mostra quadro 1.

Dimensões de Governança	Países OCDE	Países da AL e Caribe	Brasil
Voz e Accountability	91,3	59,6	55,8
Estabilidade Política e das Instituições	83,5	55,9	43,7
Efetividade do Governo	89,7	53,9	58,2
Qualidade do Ambiente Regulatório	90,6	56,6	58,1
Aplicação Efetiva das Leis	90,3	52,4	46,9
Controle da Corrupção	91,4	55,8	53,2

**Quadro 1 – Avaliação da governança de países (Banco Mundial).**

Fonte: Andrade e Rossetti, 2006, p.561.

Ao comentarem o posicionamento do Brasil nesse *ranking*, Andrade e Rossetti (2004, p.562) afirmam que a “[...] a questão-chave do Estado não é de governabilidade, mas de governança”. Os autores argumentam que a primeira é uma conquista momentânea, circunstancial; enquanto isso, a segunda é duradoura, visto que é estrutural e alicerça-se nos princípios que orientam a boa governança, ou seja, *fairness, disclosure, accountability e compliance*.

Há diferenças nas práticas de governança no Estado e nas empresas, conforme aponta Luiz Fernando Furlan, citado por Andrade e Rossetti (2006, p.551). No entanto, Furlan acrescenta que o fortalecimento da cidadania, o aprimoramento de legislações e dos mecanismos de controle social estão aproximando essas duas realidades, gerando pontos de convergência. Na visão desse autor, em ambos os casos os *stakeholders* buscam maior transparência por parte dos gestores e a ampliação da eficiência operacional. Essa tendência à convergência apresenta três diretrizes comuns: a procura por fontes de financiamento, a sustentabilidade e a garantia da estabilidade econômica da nação.

Andrade e Rossetti (2006, p.553) vão além e afirmam que desde meados dos anos 90 tem ocorrido a tentativa de transposição conceitual dos princípios e metodologias de aferição da governança empresarial para o organismo de Estado. Nesse caso, os cidadãos tomam o lugar dos acionistas como agentes principais, outorgando a agentes políticos e servidores públicos o poder de gerir os recursos oriundos do pagamento de tributos, tendo como retornos esperados a produção de bens e serviços de interesse da coletividade.

Por outro lado, assim como ocorrem *trade off* entre os acionistas e seus prepostos nas corporações, os interesses dos cidadãos e dos gestores estatais também são imperfeitamente simétricos, ou seja, conflituosos. O quadro 2 resume os principais pontos onde podem existir conflitos entre o que a sociedade espera e o que o agente público faz.

Expectativas da Sociedade: Principal	Expectativas do Gestor: Agente
Serviços públicos de excelência: Qualidade. Produtividade.	Garantia aos servidores públicos: Serviços não avaliados. Ausência de avaliações de desempenho dos servidores. Permanência no emprego: estabilidade.
Máxima relação investimentos/custeio.	Elevação dos próprios benefícios: aumentos dos dispêndios de custeio.
Eficácia na alocação dos recursos.	Alocações clientelistas de recursos.
Gestão eficiente: baixos custos de transação.	Gigantismo e burocracia: altos custos de transação.
Corrupção zero: conformidade absoluta.	Corrupção endêmica: práticas condenáveis recorrentes.
Transparência, integridade das contas e auditoria rigorosa e independente.	Auditoria “sob controle”: nomeação interna dos juízes dos Tribunais de Contas, comprometendo independência.
Carga tributária: Sob limites e controle. Compatível com benefícios sociais efetivamente gerados e percebidos.	Carga tributária: Permanentemente pressionada para cima. Insensibilidade à relação benefícios/custos.

**Quadro 2 – Assimetria de interesses na gestão governamental.**

Fonte: Andrade e Rossetti, 2006, p.554.

No âmbito da gestão de empresas estatais, a assimetria de interesses gera a dupla agência. É importante incorporar na discussão esse conceito de dupla agência, proposto por Wong (2006). De fato, são pelo menos dois tipos de agentes agindo em nome do Estado: o político e o servidor público. O primeiro ingressa na administração público por meio de eleições, assumindo funções de chefes de Executivo ou parlamentares. São o presidente da República, governadores, prefeitos, senadores, deputados e vereadores. O segundo pode ser nomeado em virtude de concurso admissional ou em cargo de confiança, sem precisar passar por processo seletivo (DI PIETRO, 2006, p. 500-501).

Assim, as assimetrias apresentadas no quadro 2, associadas às imperfeições estatais no papel de agente econômico, não constituem os custos de agência observáveis na administração pública. São exemplos disso: a) A ineficiência e a lentidão da máquina administrativa; b) O grande número de órgãos de controle que acarretam mais ônus para a sociedade; c) O nepotismo; d) O controle das estruturas burocráticas por partidos políticos, além da aprovação

de leis praticamente inviabilizam possíveis tentativas de reformas administrativas que visem à redução das chamadas despesas de custeio, por exemplo, folha de pagamento (ANDRADE e ROSSETTI, 2006, p.556).

Com relação à governança empresarial ou corporativa, o conceito mais difundido no Brasil é o que foi formulado pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), entidade privada criada com o propósito de incentivar as boas práticas de governança empresarial no Brasil, apresentado na seqüência:

Governança corporativa é o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre proprietários, Conselho de Administração, Diretoria e órgãos de controle. As boas práticas de Governança Corporativa convertem princípios em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor da organização, facilitando seu acesso a recursos e contribuindo para sua longevidade (IBGC, 2009, p.19).

Essa definição parece privilegiar os relacionamentos entre órgãos internos às companhias. Contudo, a complexidade do tema exige uma expansão para além das fronteiras das firmas. Nesse sentido, o conceito emitido pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), órgão ligado ao Ministério da Fazenda que supervisiona o mercado de capitais, é mais abrangente, entendo que “[...] Governança corporativa é o conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital.” (CVM, 2002, p.2). Ou seja, todos que se relacionam com a organização constituem, legitimamente, partes interessadas no seu desenvolvimento e merecem atenção.

Já o Comitê *Cadbury* (1992), criado no Reino Unido no início dos anos de 1990 para estudar o assunto, defende que governança “[...] é o sistema e a estrutura de poder que regem os mecanismos através dos quais as companhias são dirigidas e controladas.”. Ou seja, aqui, governo e arquitetura de poder são o foco.

Para Marques (2007, p.2), governança corporativa relaciona-se com a *accountability*, cujas exigências diferenciam-se conforme a natureza da organização em causa. Essa autora informa que o termo governança popularizou-se inicialmente, mas também é vantajoso para as entidades públicas na medida em que agrega “[...] um número de processos destinados a assegurar a *accountability*” no âmbito das corporações estatais.

Por sua vez, a Lei *Sarbanes – Oxley*, aprovada pelo legislativo dos Estados Unidos em 2002 em resposta às fraudes contábeis que se avolumavam, não trata especificamente do tema, porém veio reforçar as práticas de governança no mundo empresarial ao tornar compulsória a observância de quatro valores básicos, a saber (DELOITTE, 2003):



1. *Compliance* – É a conformidade legal. Obriga às companhias que negociam títulos mobiliários nas bolsas norte-americanas a adotarem códigos de ética para os executivos. Além disso, as empresas devem divulgar esse documento e fornecer uma cópia dele para a *Security Exchange Commission* – SEC, equivalente à Comissão de Valores Mobiliários (CVM) brasileira.
2. *Disclosure* – Transparência. A Lei determina como *insiders* e detentores de informações privilegiadas da empresa devem-se comportar. Obriga, ainda, à divulgação tempestiva e na extensão necessária de informações que sejam relevantes para a tomada de decisão por parte dos *stakeholders*.
3. *Fairness* – Percepção de justiça. Nesse caso, a legislação mencionada criou uma multa para fraudadores corporativos que pode chegar a US\$ 5 milhões e a 20 anos de cadeia, dentre outras coisas.
4. *Accountability* – Necessidade de prestação de contas. Os executivos são responsáveis pelo desenho dos sistemas de controles internos. Assim, cabe a eles revisarem os relatórios antes de analisá-los e informar aos auditores e ao comitê de auditoria as fragilidades de controles de que tenham conhecimento.

Embora esses pilares tenham sido colocados como valores, todos os *stakeholders* de companhias que negociem papéis no mercado de capitais dos Estados Unidos têm o direito de exigir o cumprimento deles, haja vista que o normativo citado fixa multas e prisão pelo descumprimento. Trata-se, pois, de proteger os interesses de pessoas que colocam suas economias sob a responsabilidade de uma empresa, cujos dirigentes agora podem sofrer pesadas conseqüências se não o fizerem.

Para Bornholdt (2005, p.26), “O sentido mais conhecido da governança corporativa se refere à relação entre a empresa, os acionistas, os mecanismos e os princípios que governam o processo decisório.”. O autor salienta que o principal é garantir proteção aos acionistas.

Esse autor explica que a governança estava mais preocupada com a geração de valor pelas empresas, com o propósito de aumentar a riqueza de sócios e acionistas. Entretanto, atualmente o conceito encontra-se significativamente ampliado, de forma que os interesses dos empregados, fornecedores, clientes e sociedade em geral (*stakeholders*) também devem ser contemplados nas discussões sobre o tema.

É, então, essa diversidade de atores envolvidos e a complexidade das relações por eles travadas no sistema empresa que fundamentam a exigência de “[...] maior transparência, obrigações, compromissos e condutas éticas.” (BORNHOLDT, 2005, p.26). Nesse sentido, o

autor esclarece que o processo de implementação e aprimoramento da governança é uma espécie de exigência dos tempos atuais, sendo irrefreável. Abarca, por isso, todos os meios produtivos, sejam eles estatais, privados ou mesmo organizações não-governamentais (ong's). Assume, pois, tal processo o caráter de responsabilidade civil e social. Acrescenta que esse movimento continuará a se expandir na medida em que todas as instituições tornem-se obrigadas a prestar contas de suas ações às partes interessadas (BORNHOLDT, 2005, p.27).

Na verdade, percebe-se que ainda não existe consenso sobre a definição desse tema. Como consequência, os termos mais comuns encontrados na conceituação de governança são “sistema de relações”, “estrutura de poder”, “sistema normativo”; “guardião de direitos”; “sistema de governo” e “sistema de valores” (ANDRADE E ROSSETTI, 2006, p.138).

Partindo desse entendimento, esses autores propõem a seguinte síntese conceitual (p.141):

A governança corporativa é um conjunto de princípios, propósitos, processos e práticas que rege o sistema de poder e os mecanismos de gestão das empresas, abrangendo:

- Propósitos dos proprietários;
- Sistemas de relações proprietários-conselho-direção;
- Maximização do retorno total dos proprietários, minimizando oportunismos conflitantes com este fim;
- Sistema de controle e de fiscalização das ações dos gestores;
- Sistemas de informações relevantes e de prestação de contas às partes interessadas nos resultados corporativos; e
- Sistema guardião dos ativos tangíveis e intangíveis das companhias.

Numa perspectiva gráfica, a figura 1 resume os princípios básicos que sustentam a governança corporativa, bem como identifica os atores principais (aqui denominados de pilares) que exercitam nas organizações as práticas de governança.



**Figura 1 – Arquitetura da governança corporativa**

Fonte: Seminário de governança promovido pelo DEST/MPOG, 2009.

Trata-se, portanto, de um assunto em franca construção. Sendo assim e considerando que grande parte das empresas mundo afora está sob controles estatais e familiares, parece útil colocar estado, sociedade e família nessa conceituação, de forma a torná-la mais completa.

A Governança corporativa é um assunto de vital importância para as pessoas e organizações que aplicam suas poupanças em empresas. Os investidores querem saber quanto renderá os seus investimentos? Como fazer para garantir que os administradores não coloquem os recursos em maus projetos, com grandes possibilidades de perdas? Quais mecanismos podem ser usados para monitorar o trabalho dos executivos e assegurar que estes trabalhem no melhor interesse dos capitalistas? (SHLEIFER e VISHNY, 1997, p.737). Esse relacionamento entre os proprietários do negócio e seus prepostos é uma das principais questões de estudos em governança.

Para La Porta *et al.*, 2000, p.24, quando uma empresa se propõe a adotar mecanismos de governança corporativa certamente um de seus principais objetivos é tornar-se mais atrativa para os investidores, sinalizando a possibilidade de geração de valor e respeitando a todas as partes interessadas. Estudos empíricos indicam que uma forte proteção ao investidor está refletida na ampla valorização das ações da companhia nos mercados financeiros, na dispersão da propriedade acionária e na eficiente alocação de capital nas organizações. De fato, os critérios fixados por investidores institucionais são importantes fomentadores da

governança. É o caso da Associação Brasileira das Entidades Privadas de Previdência Complementar (ABRAPP), que orienta os fundos de pensão afiliados para que componham seus portfólios de investimentos examinando cinco fatores, além dos indicadores econômico-financeiros: (i) cuidados ambientais; (ii) responsabilidade social; (iii) consistência da prestação de contas; (iv) transparência e (v) equidade nas relações com os investidores.

Para a Revista *The Economist* (2002), a governança corporativa constitui-se num novo imperativo estratégico para as empresas. Em meados de 2002, logo após os grandes escândalos empresariais ocorridos nos Estados Unidos, esse periódico conduziu um estudo (tipo *survey*) com 115 (cento e quinze) executivos globais para identificar as atitudes das companhias que eles dirigem em relação às principais questões comumente discutidas quando se trata de governança. São quatro as principais conclusões dessa pesquisa:

As regulações (normas de supervisão) são apenas parte da solução para o aprimoramento da governança, isto é, não basta reforçar o *enforcement* externo (mais poderes para os órgãos de fiscalização). As fraudes contábeis, os riscos assumidos e os erros estratégicos dependem basicamente de decisões internas às empresas. Portanto, a responsabilidade principal pela melhoria da governança é das companhias.

O desenho e a implementação da estrutura de governança é importante, porém implantar a cultura de gestão adequada é essencial. Assim, os principais administradores devem ter uma agenda nesse sentido, além de permitir que o conselho de administração sintasse livre para debater as questões relacionadas, tais como: riscos, estratégias, ética e transparência.

Existe uma clara tensão entre inovação e conservadorismo, governança e crescimento. Para 45% (quarenta e cinco) dos executivos ouvidos, os rigorosos procedimentos de *due-diligence* (uma espécie de auditoria minuciosa) para fins de fusão e aquisição impactam negativamente nas práticas de governança. Na mesma questão, 36% (trinta e seis por cento) opinaram que o um rigor excessivo na governança pode engessar o poder decisório.

Transparência é um item crucial na política de governança. Assim como investidores e acionistas valorizam a clareza e acessibilidade das informações corporativas, o mercado pode atribuir maior risco às organizações que tenham menos conselheiros de administração independentes ou cortar os custos de capital para aquelas que disponham de políticas contábeis mais conservadoras. (*The Economist*, 2002, 18 p.).

Portanto, o passo decisivo para a governança depende das próprias companhias. Aumentar a transparência na divulgação das informações e adotar uma cultura de gestão

sancionada pelos investidores e mercado em geral, juntamente com o respeito às normas regulatórias, podem contribuir para adicionar valor ao negócio.

Sobre a percepção dos investidores mundo a fora, um estudo da empresa de consultoria Mckinsey & Company (2000) captou-lhes a opinião a respeito de sua disposição de pagar um valor adicional (ágio) pelas ações de companhias bem governadas. No estudo há nações da Ásia, Europa, América do Norte e América Latina e os resultados evidenciam que a confiança gerada pela boa governança pode elevar o valor das ações em percentuais que variam entre 18% e 27%.

Não obstante as pressões internas e externas pela boa governança, é necessário que as empresas vislumbrem os ganhos decorrentes dessa adesão. Dessa forma, estudos da ABRAPP (2005) e de Andrade e Rossetti (2006, p.525) relacionam outras possíveis conseqüências positivas para as empresas que praticam a boa governança, a saber:

- a) Facilidade de acesso aos mercados financeiros, incorrendo-se em menores custos de capital;
- b) Maior atratividade para o fechamento de alianças estratégicas em nível global;
- c) Adequado alinhamento entre os interesses dos proprietários, conselheiros de administração e executivos, reduzindo assim a incidência de conflitos;
- d) Busca constante da melhoria dos processos de gestão, mediante tempestiva e suficiente alocação de recursos;
- e) Estabilidade dos direitos de propriedade;
- f) Reforço da imagem da entidade perante os *stakeholders* e sociedade em geral;
- g) Redução dos riscos do negócio;
- h) Maior retorno nos investimentos de longo prazo.

Por outro lado, ainda para La Porta et al (2000) há países em que o respeito aos contratos não é a regra, seja por ineficiência do poder Judiciário, seja pela própria inexistência de um marco legal claro. Surge então a regulação pelas bolsas de valores e/ou, no caso brasileiro, pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Nesse sentido, a criação do Novo Mercado pela Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) atende a esse critério. Em resumo, esses autores defendem (2000, p.32) que o mercado financeiro carece de proteção, seja legislativa, por meio de agências governamentais ou por ações de seus próprios participantes.

Silveira (2004), Andrade e Rossetti (2004) e Marques (2007) acreditam que a governança agrega valor, apesar de, isoladamente, não ser capaz de criá-lo. Para que isto ocorra – a geração de valor – deve-se ter um negócio de qualidade, bem administrado e lucrativo, além da boa governança em geral. Assim, espera-se que a boa governança seja traduzida em melhor desempenho e maiores retornos para acionistas e demais *stakeholders*.

Saliente-se que, com o avanço das discussões, alguns autores já estão propondo uma síntese teórica, esquadrinhando possíveis modelos de governança. A esse respeito, a maioria dos autores aponta para a existência de dois modelos: o anglo-saxão, vigente nos Estados Unidos e Reino Unido; e o Nipo-Germânico, adotado pela Alemanha e Europa Continental, mais o Japão (LETHBRIDGE, 1997, 16 p.). Andrade e Rossetti, porém, apresentam uma leitura mais ampliada do tema. Para estes autores, as empresas de Espanha, França, Itália e Portugal adotam um modelo à parte, o latino-europeu. O último modelo é o latino-americano, praticado no Brasil, Argentina, Peru e Colômbia, por exemplos (2006, p.336).

Os fatores que diferenciam os modelos entre si são: a) A fonte predominante de financiamento das empresas (*equity* - mercado de capitais ou *debt* - bancos); b) Separação entre propriedade e controle e propriedade e gestão; c) Tipologia dos conflitos de agência; d) Proteção legal aos acionistas minoritários; e) Funcionamento dos conselhos de administração; f) Liquidez da participação acionária; g) Forças de controle mais atuantes; i) Estágio em que os países se encontram na adoção das práticas de boa governança; e j) Até que ponto existe conciliação dos interesses de *shareholders* e *stakeholders*.

No quadro 3 encontra-se uma síntese comparativa dos modelos referidos, proposta por Andrade e Rossetti (2006, p.336).

Os modelos alemão e japonês são estudados conjuntamente porque apresentam características similares. A propriedade e o controle ficam nas mãos de poucos investidores, normalmente bancos, já que a fonte de financiamento predominante nestes casos é o endividamento. Como consequência, o principal conflito de agência ocorre justamente entre os credores (controladores na prática) e os demais acionistas. Note-se, por fim, que a diferença entre os modelos está no foco de atuação dos conselhos de administração: operações, no formato alemão; e estratégia, no modelo japonês.

Enquanto isso, no modelo anglo-saxão, praticado nos Estados Unidos, Inglaterra, Canadá e Austrália, os conselheiros de administração trabalham para garantir os direitos dos proprietários, dado que a grande dispersão do controle e a separação entre propriedade e gestão concentram muitos poderes nos gestores. Três outras diferenças são marcantes em

relação ao modelo nipo-germânico: a) a fonte de financiamento das empresas, representada por ações e valores mobiliários (*equity*); b) a forte proteção legal aos acionistas minoritários; e c) a grande liquidez das participações acionárias, devido ao maior desenvolvimento do mercado de capitais dos países anglo-saxões.

Fatores de diferenciação	Modelo anglo-saxão	Modelo alemão	Modelo japonês	Modelo latino-europeu	Modelo latino-americano
Financiamento predominante	<i>Equity</i>	<i>Debt</i>	<i>Debt</i>	<i>Indefinida</i>	<i>Debt</i>
Propriedade e controle	Dispersão	Concentração	Concentração c/ cruzamentos	Concentração	Familiar concentrado
Propriedade e gestão	Separadas	Sobrepostas	Sobrepostas	Sobrepostas	Sobrepostas
Conflitos de agência	Acionistas-direção	Credores-acionistas	Credores-acionistas	Majoritários-minoritários	Majoritários-minoritários
Proteção aos minoritários	Forte	Baixa ênfase	Baixa ênfase	Fraca	Fraca
Conselhos de administração	Atuantes, c/ foco em direitos	Atuantes, c/ foco em operações	Atuantes, foco em estratégias	Pressões para maior eficácia	Vínculos com gestão
Liquidez da participação acionária	Muito alta	Baixa	Em evolução	Baixa	Especulativa e oscilante
Forças de controle mais atuantes	Externas	Internas	Internas	Internas, migrando para externas	Internas
Governança corporativa	Estabelecida	Adesão crescente	Ênfase crescente	Ênfase em alta	Embrionária
Abrangência dos modelos de governança	Baixa	Alta	Alta	Mediana	Em transição

### Quadro 3 – Modelos de governança corporativa.

Fonte: Andrade e Rossetti, 2006, p.336.

Quanto aos outros dois modelos identificados por Andrade e Rossetti, o latino europeu e o latino-americano, suas características são semelhantes com relação aos conflitos de agência (majoritários/minoritários), forças de controle (internas), proteção aos minoritários (fraca) e propriedade e gestão (sobrepostas). No restante dos fatores, percebe-se que o modelo latino-americano encontra-se em desenvolvimento – as palavras predominantes são embrionário (a) e transição.

Agora, a investigação científica sobre governança das empresas caminha para testar as hipóteses teóricas. Nesse sentido, um dos pontos mais instigantes para os pesquisadores é determinar qual a interrelação entre a qualidade da governança, a estrutura de propriedade e o desempenho das empresas. Nesse sentido, um dos estudos mais abrangentes já realizado no

Brasil foi conduzido por Silveira (2004, p. 194-207) que, ao examinar dados de 161 companhias, publicados entre 1998 a 2002 apresentou, dentre outras, as seguintes conclusões:

- a) A qualidade da governança tende a piorar de forma diretamente proporcional à concentração de poder do acionista controlador sobre os direitos de voto e de fluxo de caixa. Conjugado a isso, o pesquisador conclui ainda que “[...] maior concentração de ações ordinárias em poder do controlador obtêm, em média, pior desempenho.”;
- b) Contudo, estatisticamente, não foi possível comprovar influência significativa e consistente da qualidade da governança sobre a *performance* das companhias;
- c) Sobre a influência das variáveis internas à corporação na concentração da propriedade, os resultados indicam que elas não são relevantes, isto é, em nosso país o controle das empresas não se explica, cientificamente, por fatores internos que lhes sejam internos.

Ao longo desta década, a literatura sobre o tema evidencia uma preocupação recorrente de vários pesquisadores em descobrir como e com quê significância esses fatores se relacionam com a qualidade da governança. Assim, encontram-se estudos que já investigaram a questão apenas com empresas familiares listadas e não listadas em bolsa de valores (SANTOS, 2005); somente com entidades familiares não listadas (SANTOS e LEAL, 2007); e somente com corporações não listadas, de capital aberto, não importando quem as controle (ALMEIDA e SANTOS, 2008). Todos, em alguma medida, defendem que a adoção de boas práticas de governança beneficiam as organizações empresariais, deixando-as mais transparentes.

Vários estudiosos acreditam que a qualidade dessa governança sofra a influência de fatores exógenos e endógenos, ou seja, externos e internos às corporações. Nesse sentido, os itens endógenos principais são: desempenho econômico-financeiro, valor, estrutura da propriedade e controle, alavancagem, tamanho, crescimento e idade das corporações (OKIMURA, 2003; SILVEIRA, 2004; LEAL E CARVALHAL DA SILVA (2004); ALMEIDA E SANTOS, 2008). Na China dos anos de 1990, Wang e Xu (1999, p.75) investigaram se a estrutura de propriedade afeta, de forma significativa, o desempenho das empresas chinesas listadas em bolsa de valores. Inicialmente, os autores explicaram, que a propriedade empresarial naquele país apresenta três grupos de acionistas: o estado, outras instituições e pessoas físicas. Esses pesquisadores concluíram que, de fato, há correlação positiva e estatisticamente significativa entre a estrutura de propriedade e a lucratividade no tocante à participação acionária de particulares. Contudo, tanto a lucratividade quanto a produtividade evidenciaram tendências de queda nos negócios com maior participação estatal.



Percebe-se, então, que é necessário avançar, também, nas pesquisas sobre governança das empresas públicas. Embora a onda de privatizações que varreu grande parte dos países em desenvolvimento nos 80 e 90 do século passado tenha reduzido substancialmente a presença do Estado na economia, essas empresas continuam fortemente presentes em nações protagonistas deste início de século. É o caso da China onde 65% (sessenta e cinco por cento) das empresas listadas na Bolsa de Xangai são estatais e elas respondem por dois terços desse mercado de capitais (KANG *et al.*, 2008, p.27).

A concentração da propriedade é vista como um fator que aumenta a assimetria da informação e os custos de agência, desestimulando o pequeno investidor e, portanto, reduzindo a liquidez do mercado de capitais (FAMA; JENSEN, 1983; KANG *et al.*, 2008). No caso das estatais chinesas essa concentração se reflete também na fraqueza dos conselhos de administração e na falta de independência dos diretores das empresas. Kang (p.29) utiliza uma pesquisa de 2002 para afirmar que apenas 3.1% dos diretores pesquisados admitiram possuir algum grau de independência.

Ainda no cenário estatal global, verifica-se que, na Índia, as empresas do Estado representam a espinha dorsal (*nerve centres*) da economia do país. Os processos de liberalização, globalização e privatização não afetaram essa posição. Além disso, a recente crise econômica global – que se precipitou de vez com o *subprime* (crise no mercado imobiliário) nos Estados Unidos – serviu para fortalecer a crença indiana nas empresas públicas, reforçando o papel que se espera que elas continuem desempenhando (OCDE, 2009, p.3).

Na China, o governo central controla 17.000 estatais e os governos locais possuem juntos mais de 150.000 empresas. Quase todas as organizações que vendem papéis nas bolsas de valores de *Shangai* e *Shenzen* são direta ou indiretamente controladas pelo Estado. Em *Hong Kong* as estatais representam 35% do mercado de capitais. No geral, 1.200 empresas estatais estão listadas nas bolsas de valores chinesas e produzem 18% do PIB (Banco Mundial, 2006, p.2).

Zhang *et al.* (2008, p.190-198) conduziram um estudo com 700 empresas, públicas e privadas, listadas nas bolsas de valores de Xangai e Shenzhen, tendo por finalidade promover uma análise empírica da eficiência da governança corporativa na China, onde o mercado de capitais cresceu de 14 organizações em 1991 para 1.434 em 2006, sendo que o Estado ainda detém o controle acionário da maioria dessas sociedades, não obstante ter ocorrido um importante processo de reestruturação da propriedade empresarial no país. Na investigação, os

pesquisadores chineses utilizaram como variáveis o desempenho, medido pelo retorno sobre o patrimônio (ROE); o tamanho (porte) da entidade; o nível de endividamento; a existência ou não de *turnover* do executivo-chefe (CEO) em 2006, sendo 1 (um) para sim e 0 (zero) para não. Formularam e calcularam, também, uma variável para medir o *ratio* os direitos de controle e os direitos residuais sobre o fluxo de caixa das empresas (p.193). Dentre as conclusões a que Zhang *et al.* chegaram destacam-se: a) houve uma relação negativa entre o tamanho e o desempenho das empresas, sugerindo que quanto maior a companhia, menor a rentabilidade sobre o patrimônio líquido; b) o nível de endividamento apresentou relação positiva com o desempenho, indicando que existe maior pressão por resultados nas organizações mais endividadas; c) o embate entre acionistas majoritários e minoritários é maior nas entidades não estatais; d) nas estatais, há menor rotatividade de diretores (CEOs), significando que o Estado, como controlador, parece ter pouca preocupação com o desempenho empresarial.

Para o setor público brasileiro, Brettas (2007, p. 162) propõe, em sua tese de doutoramento, um modelo de governança para as empresas federais, partindo dos seguintes pressupostos:

- a) As companhias pertencem ao Estado. Os governos são gestores provisórios dos interesses da sociedade – esta, sim, é a proprietária;
- b) Tais entidades foram criadas para alicerçar o desenvolvimento do Brasil. No entanto, a avaliação de desempenho não deve ser limitada ao aspecto financeiro, haja vista a multiplicidade de interessados (*stakeholder* ampliado);
- c) Essas entidades podem ser eficientes. Mecanismos de monitoração podem melhorar o desempenho de qualquer empresa, públicas inclusive;
- d) a implantação de um modelo de governança deve buscar o equilíbrio, buscando, além do lucro, a redução das desigualdades, a inclusão social e a proteção do meio ambiente;
- e) O modelo deve ser orientado para reduzir os apadrinhamentos e a corrupção, além de contribuir para a promoção do desenvolvimento nacional.

De fato, essas organizações não apenas podem, mas devem ser eficientes. Contudo, no caso brasileiro, a eficiência não significa necessariamente lucro econômico. Como já foi observado, a União possui empresas auto-sustentáveis e outras que dependem do orçamento geral do país – as estatais dependentes.

Brettas (2007, p.164) argumenta por que é contrário à instituição de uma agência que centralize todas as funções de propriedade do Estado.

O componente político de centralizar essas funções numa agência não pode ser negligenciado. Além de gerar um desequilíbrio nos poderes dos Ministérios, os riscos envolvidos na disputa pelo controle de uma agência com tantos recursos seriam muito acentuados no país.

O autor defende a criação de um conselho de ministros para atuar como instância máxima de tomada de decisão dentro do Poder Executivo relativamente às estatais da União. Para ele, esse agente de governança minimizaria as disputas político-partidárias pela ocupação de ministérios, embora possa gerar um processo decisório mais complexo. No modelo vigente, as propriedades da União estão sob a gestão dos ministros do Planejamento, Orçamento e Gestão, da Casa Civil e da Fazenda. (BRASIL, 2007).

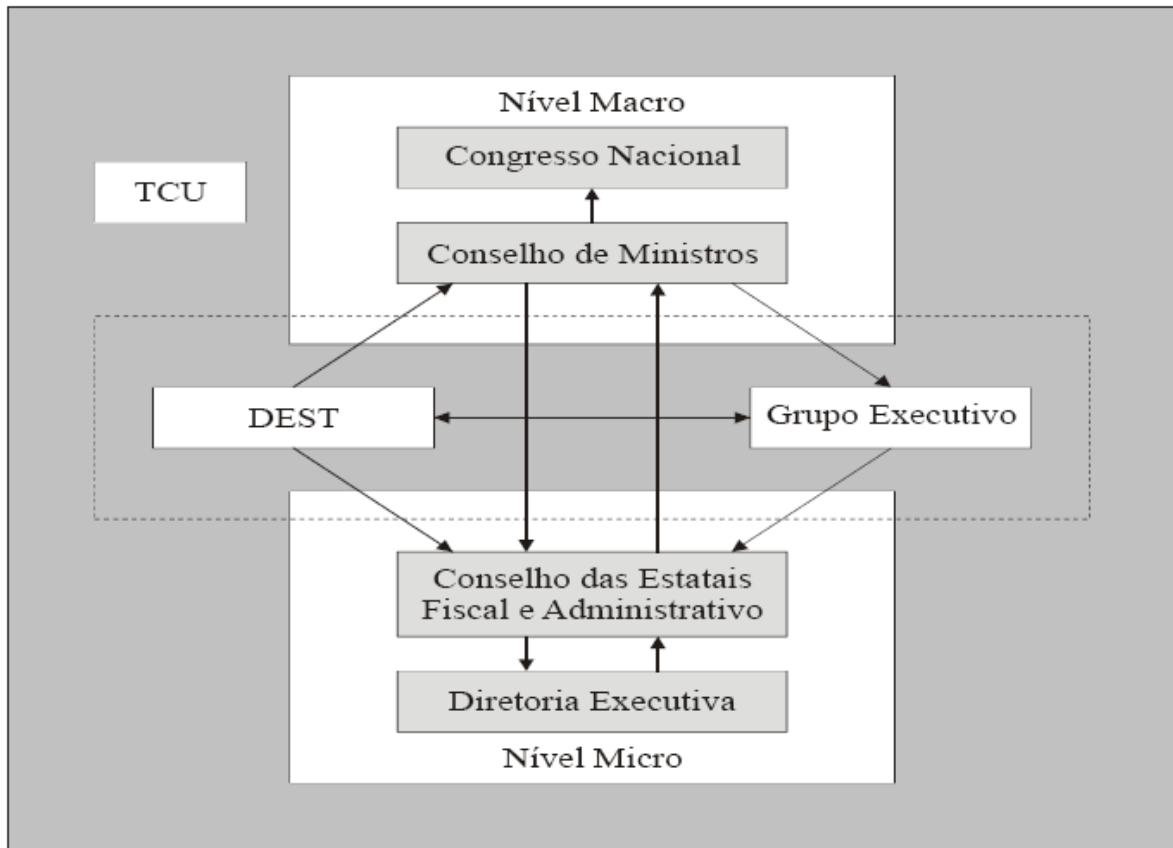
De fato, o conselho de ministros proposto por Brettas já existe desde o advento do Decreto n.º 6.021, de 22 de janeiro de 2007 e é constituído pelas autoridades máximas dos ministérios da Fazenda, do Planejamento e da Casa Civil. Contudo, não parece ser uma solução sustentável no longo prazo, visto que o governante costuma distribuir os ministérios para os partidos políticos de sua base de apoio, fragmentando o poder decisório e dificultando o controle de resultado. Sendo assim, uma alternativa pode ser a transferência do controle da propriedade para dentro da Presidência da República, vez que a proposta de governo autorizada pela população foi apresentada pelo presidente e não pelos partidos que se aliam *a posteriori*.

Sobre o papel do DEST, a arquitetura ora sugerida por Brettas prevê o repasse de parte de suas atribuições para o conselho retromencionado. O Departamento ficaria responsável pela constituição e operação de um núcleo especializado em governança corporativa, responsabilizando-se inclusive pelo cadastro e treinamento de futuros conselheiros junto às estatais.

Com base na experiência polonesa, recomenda também o preenchimento das vagas de conselheiros externos mediante a realização de concursos públicos e posterior treinamento; e/ou por meio da análise de currículos, no caso de recrutamento de pessoas de notório saber e capacidade administrativa. Brettas ressalva que os conselhos de empresas não podem ser anulados pelo conselho de ministros, a quem caberia apenas estabelecer regras gerais de funcionamento e atuação, além da prestação de contas ao Congresso Nacional.

Caberia, ainda, ao conselho de ministros: a) exercer as funções de proprietário, em nome do Estado; b) aprimorar os mecanismos de coordenação entre os ministérios e as empresas; c) reduzir a influência direta do governo no cotidiano das estatais; d) assegurar a transparência e a prestação de contas dos resultados dessas entidades, dentre outros.

A figura 2 representa o modelo proposto por Brettas.



**Figura 2 – Modelo de governança corporativa para empresas estatais federais.**

Fonte: Brettas, 2007, p.163.

Pela análise da figura, verifica-se que a governança estrutura-se em dois grandes blocos, que o autor denominou níveis macro e micro. No primeiro, tem-se as instâncias políticas que administram o Estado e, por conseguinte, definem as diretrizes para o funcionamento das estatais. Aqui se destacam o Conselho de Ministros, o DEST, o Grupo Executivo e o Congresso Nacional. O segundo nível é interno às próprias empresas. Compreende os conselhos de administração e fiscal, a diretoria executiva, os empregados, as especificidades do tipo societário, os comitês, a auditoria e as operações.

Percebe-se que, na prática, o modelo proposto por Brettas é justamente o que existe atualmente no âmbito federal. No entanto, não se pode menosprezar o interesse direto da sociedade nas empresas estatais, que é a proprietária de direito desses ativos. Igualmente, o mercado funciona como uma importante força externa de controle, no caso das organizações de capital aberto, e por isso deve ser levado em conta, sempre. Portanto, parece razoável acrescentar a sociedade e o mercado no nível macro do sistema existente.

Outra pesquisa relacionada com a governança de sociedades estatais federais foi realizada por Antunes *et. al.*(2008). Nela, os autores comparam os dados de seis estatais listadas na BOVESPA com as informações equivalentes de cinco companhias listadas no segmento especial Novo Mercado da mesma bolsa, período 1999-2006. O objetivo era investigar se empresas da União “[...] promovem a qualidade contábil de seus demonstrativos para elevarem seus sistemas de governança corporativa”. Esses autores afirmam existir evidências teóricas de que há relação entre a governança de uma entidade e a qualidade de seus relatórios contábeis, de forma que, quanto maior a qualidade dessa informação menor será a expropriação sofrida pelos proprietários do capital (p. 6). Assim, foram avaliados a oportunidade da informação contábil, a sua relevância e o seu grau de conservadorismo. Ao final, os pesquisadores concluíram que as entidades públicas apresentaram relevância estatística apenas para o item relevância, enquanto as instituições privadas do Novo Mercado revelaram as três características de forma estatisticamente significativas. Sendo assim, faz-se necessário que as estatais federais aprimorem suas práticas contábeis, tornando as informações mais oportunas, comparáveis e confiáveis, aumentando a transparência. Ou seja, mais transparência, melhor governança.

Da mesma maneira que a separação entre propriedade e gestão resulta em problemas de agência na iniciativa privada, pode-se observar a mesma dinâmica nas estatais. Todavia, o ambiente político, as demandas sociais e o arcabouço jurídico-institucional aumentam sobremaneira a complexidade da governança no setor público. Antunes, *et. al.* (2008, p.2) apontam três fatores que contribuem nesse sentido: a) indicação política de membros para órgãos de administração; b) outros interesses que vão além da maximização de lucros; e c) a atuação tripartite do acionista controlador - Ministério da Fazenda, MPOG, e Ministério Supervisor.

Outro estudo sobre governança no campo estatal brasileiro foi realizado por Guedes (2008). Nele, a autora procurou identificar quais as práticas de governança corporativa estão sendo adotadas pelas empresas públicas subordinadas ao Ministério da Agricultura, Pecuária e Abastecimento (MAPA). São seis empresas, a saber:

- Companhia de Armazéns Gerais e Silos de Minas Gerais (CASEMG);
- Cia. de Entrepostos e Armazéns Gerais de São Paulo S.A (CEAGESP);
- Centrais de Abastecimento de Minas Gerais (CEASAMINAS);
- Companhia Nacional de Abastecimento (CONAB);
- Empresa Brasileira de Pesquisa Agropecuária (EMBRAPA); e

- Instituto Nacional de Meteorologia (INMET).

Embora a pesquisadora tenha concluído que “Os resultados da análise neste estudo possibilitam confirmar a adoção das práticas de boa governança [...]” por parte das empresas controladas pelo MAPA, o referencial teórico-empírico não ataca propriamente as dimensões da governança corporativa. Orientou-se, regra geral, pelos conceitos de governança pública, enfatizando os componentes da reforma da gestão governamental iniciada no governo de Fernando Henrique Cardoso (modelo de administração gerencial).

Neste ponto, após identificar e discutir os principais estudos nacionais sobre o tema importa verificar o que o governo brasileiro tem feito para aprimorar a gestão desses importantes agentes econômicos. Concentrando-se na esfera federal, o governo central demonstrou sua preocupação ao instituir, em 2007, a Comissão Interministerial de Governança Corporativa e de Administração de Participações Societárias da União (CGPAR), que conceitua governança como um

[...] conjunto de práticas de gestão, envolvendo, entre outros, os relacionamentos entre acionistas ou quotistas, conselhos de administração e fiscal, ou órgãos com funções equivalentes, diretoria e auditoria independente, com a finalidade de otimizar o desempenho da empresa e proteger os direitos de todas as partes interessadas, com transparência e equidade, com vistas a maximizar os resultados econômico-sociais da atuação das empresas estatais federais. (DECRETO FEDERAL n.º 6.021/2007).

Trata-se de um conceito que toma a governança como um sistema de relações entre os principais atores internos às organizações, além dos acionistas ou quotistas e auditoria independente, com vistas a proteger os direitos de todas as partes envolvidas e, ainda, obter os melhores resultados econômicos e sociais possíveis. Destaque-se que a preocupação com resultados sociais amplia as definições tradicionais sobre o tema e podem representar uma nova dimensão de estudo.

Por outro lado, não se pode esquecer que a sociedade brasileira exerce influência sobre as estatais na medida em que o Congresso Nacional é responsável pela discussão e aprovação do orçamento de investimentos (OI) dessas organizações, posto que o OI integra o Orçamento Geral da União (OGU). Sendo assim, parece razoável agregar a sociedade em geral como parte interessada na gestão das propriedades do Estado.

Dessa forma, os conceitos anteriormente apresentados importam para a presente discussão porque, dentro da governança do Estado encontram-se as empresas estatais, um importante conjunto de entidades para o desenvolvimento do Brasil. Ressalve-se, porém, que a literatura aponta a existência de fatores que diferenciam a governança entre organizações

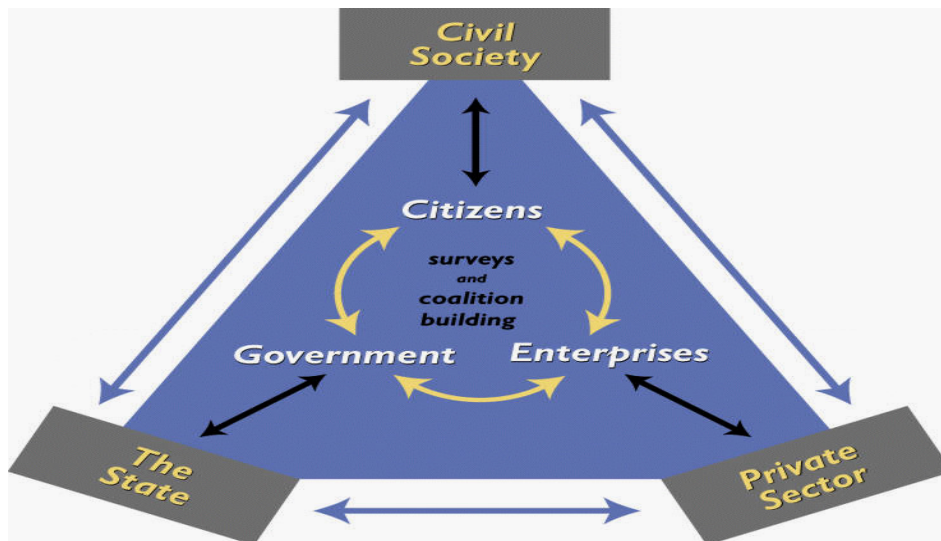
privadas e públicas no mundo corporativo. Conforme quadro 4, Wong (2006, p.6) descreve tais diferenças.

Fatores Principais	Empresas Privadas	Empresas Estatais
Objetivos	Maximização do lucro	Busca objetivos comerciais e não comerciais
Problemas de Agência	Simple. Agentes defendem interesses não coincidentes aos dos acionistas	Dupla agência. Além dos agentes, há os políticos e burocratas que tentam tirar proveito da coisa pública
Ônus e Bônus	Fortemente dirigidos ou influenciados pelo mercado	Apenas residualmente influenciados pelo mercado
Transparência	Elevada, sobretudo para as empresas listadas em bolsas de valores	Baixa

**Quadro 4 – Diferenças na governança de empresas privadas e estatais.**

Fonte: Wong,, 2006, p.6.

Contudo, as conclusões de Wong (2006, p.15) devem ser transportadas para o contexto político e institucional em que operam as empresas estatais brasileiras e discutidas à luz das evidências empíricas. Assim, com referência aos objetivos dessas organizações, não há dúvidas de que, também por aqui, elas perseguem objetivos comerciais e não comerciais. Aquelas que não visam ao lucro são, via de regra, as estatais dependentes, enquanto as que buscam a maximização do lucro são as não dependentes. Não obstante, é importante a leitura que Wong faz sobre a governança dessas organizações. Para ele, a governança das companhias do Estado deve estabelecer mecanismos que facilitem a relação com a sociedade civil, com o mercado, ou seja, com as demais empresas, e com o próprio Estado, que ora é acionista, ora é regulador. A figura 3 ilustra esse entendimento.



**Figura 3 – Processo de governança nas empresas do Estado.**

Fonte: Wong, 2006, p.9.

Portanto, existem dificuldades específicas de governança nas organizações comerciais estatais. Tais dificuldades variam de país para país, conforme a tradição administrativa, o histórico das reformas recentes do setor e o grau de abertura da economia de cada país. Nesse sentido, encontram-se questões como a) a proteção legal contra aquisição e falência; b) a atuação em setores protegidos da concorrência; e c) o baixo padrão dos relatórios financeiros e sua insuficiente divulgação. Além disso, a interferência política, a pouca transparência e a fraca atuação de conselhos de administração reforçam a necessidade de aprimoramento das práticas de governança corporativa dessas organizações (OCDE, 2005; WONG, 2006).

### **2.2.1 Princípios e Diretrizes Sobre Governança da OCDE para Empresas Estatais**

A Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico (OCDE) defende que as empresas estatais podem e devem tirar proveito do uso de ferramentas de gestão já adotadas com êxito no setor privado, por exemplo, os princípios e práticas de governança corporativa. Esse entendimento resultou de uma pesquisa junto a companhias do setor público dos países-membros e culminou na publicação de um conjunto de diretrizes sobre governança, que a Entidade recomenda para todos os países, inclusive aqueles em desenvolvimento - caso do Brasil. Deve-se notar, porém, que os princípios da boa governança enunciados pela Organização em 1999 e revisados em 2004 formam o sustentáculo das referidas diretrizes (OCDE, 1999; 2004).

Dessa maneira, antes de se apresentar as diretrizes é importante conhecer o que os princípios recomendam (OCDE, 2004):

- a) É necessário garantir a base para um marco regulatório efetivo da governança corporativa;
- b) Clareza quanto aos direitos dos acionistas e às funções de propriedade;
- c) Os acionistas precisam ser tratados de forma equitativa;
- d) O papel dos stakeholders também deve ser enfatizado na boa governança;
- e) Transparência e *disclosure* são fundamentais;
- f) Atenção especial deve ser dada para o estabelecimento das regras de constituição e funcionamento do conselho de administração.



Sobre esses pilares, erguem-se as diretrizes, que são seis, a saber: a) Assegurar um marco regulatório legal para as empresas estatais; b) O Estado deve agir, efetivamente, como um empresário na administração de suas empresas; c) Tratamento equânime de acionistas; d) Relacionamento com *stakeholders*; e) Transparência e *disclousure*; e f) Responsabilidades dos conselheiros.

Sobre o marco regulatório, a OCDE defende que a regulação deve assentar-se sobre os princípios da boa governança para evitar distorções no mercado. As funções do Estado como proprietário-empresário devem se apresentar claramente separadas das consideradas próprias de Estado. Além disso, suas relações com outras entidades ou instituições governamentais precisam ser meramente comerciais, transparentes e sem privilégios.

Quanto à atuação do Estado como empresário, o referido órgão multilateral prega sua atuação como um empresário ativo e bem informado, fixar políticas de gestão e garantir-lhes a implementação. É imprescindível assegurar ampla autonomia operacional para as estatais. Para tanto, é desejável instituir uma entidade, departamento ou órgão no seio da administração pública para coordenar as funções do Estado-empresário, inclusive, monitorar o desempenho das companhias. Outras tarefas poderão ser adicionadas nas atribuições das entidades supervisoras, tais como: (i) prestar contas; (ii) manter um diálogo permanente com os órgãos de controle interno públicos; e (iii) relacionar-se com auditores externos que tenham atuação nas estatais. O Brasil possui uma instituição que supervisiona as empresas estatais federais. Trata-se do Departamento de Controle das Empresas Estatais (DEST), subordinado ao Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão.

Pela terceira diretriz, a entidade supervisora precisa assegurar tratamento equânime aos acionistas minoritários e transparência nas decisões em geral. Verificando as atribuições legais do DEST/MPOG não se vislumbra evidência de que previsão no sentido de monitorar o cumprimento dos direitos dos acionistas minoritários previstos nos estatutos das empresas e na Lei das Sociedades Anônimas (BRASIL, 2007).

No tocante ao relacionamento com partes interessadas, as companhias estatais devem considerar suas relações com *stakeholders*, isto é, com todos que tiverem legítimos interesses nos negócios públicos, independentemente de terem ou não ações negociadas em bolsas de valores.

Transparência e *disclousure* são, igualmente, práticas fundamentais da boa governança recomendadas pela OCDE. Assim, as estatais devem observar elevados padrões de

transparência, em conformidade com os princípios de governança da OCDE. É importante desenvolver procedimentos eficientes de auditoria interna, garantir a qualidade e a confiabilidade da informação contábil. E tudo isso não exclui o trabalho da auditoria externa.

A sexta diretriz para companhias públicas trata das responsabilidades dos conselheiros. Os conselheiros dessas sociedades precisam possuir autoridade, competência e objetividade para bem executarem suas funções de direção estratégica e monitoramento dos administradores. Carecem deter poderes para contratar e demitir os diretores. Podem se dividir em comissões como: de auditoria, de remuneração e de risco de administração.

Além disso, a atuação deles deve ser por tempo determinado, incluindo avaliações periódicas de seu desempenho. Para tanto, são necessários o fortalecimento e o empoderamento dos conselhos das organizações estatais para que tenham (MPOG, 2005): a) Mandato claro e responsabilidade completa; b) Capacidade de escolher o executivo principal; c) Capacidade para exercer julgamento independente. Para tanto é necessário limitar o número de representantes do Estado nos conselhos e separar diretoria executiva e conselho; d) Evolução sistemática do conselho; e) Esforços para melhorar a remuneração.

## **2.3 O Papel dos Principais Atores na Governança Corporativa**

As práticas de governança corporativa estão relacionadas com pelo menos seis aspectos da empresa, a saber: a) estrutura de propriedade; b) conselho de administração; c) gestão; d) auditoria independente; e) conselho fiscal; e f) conduta e conflito de interesses (IBGC, 2009, p.15). Na sequência serão abordados cada um desses aspectos tendo como suportes o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, 2009, quarta edição, do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, estudos acadêmicos e outras literaturas.

### **2.3.1 Estrutura de propriedade**

Cada sócio é proprietário da sociedade na proporção de sua participação no capital social. É importante que este princípio seja aplicado a todos os tipos de sociedades e/ou organizações. Outro princípio defendido pelos ativistas da governança é “uma ação deve ser igual a um voto”. Independentemente das espécies e classes, cada ação ou quota deve corresponder a um voto nas deliberações da entidade. Essa garantia favorece o alinhamento

de interesses entre os sócios e constitui-se em eficiente mecanismo de fiscalização (IBGC, 2009, p.21).

Assim, as empresas que tenham a intenção de abrir o seu capital deveriam emitir somente ações ordinárias, que, naturalmente, já garantem o direito de participar das decisões. Todavia, caso a sociedade possua ações ordinárias e preferenciais, recomenda-se alterar seu Estatuto Social para permitir que os preferencialistas votem pelos menos nas seguintes situações: a) Transformação, cisão, incorporação, fusão e alienação de ativos relevantes; b) Aprovação de contratos relevantes entre companhias do mesmo grupo e aprovação de matérias relativas a programa de remuneração em ações/opções; c) Situação de conflito de interesse, que deve estar prevista nos normativos da companhia; e d) Aprovação de laudo de avaliação de bens que serão incorporados ao Capital Social.

Os acordos entre sócios devem estar disponíveis a todos os demais sócios, devendo ser arquivados na sede da empresa. Estes acordos normalmente tratam da compra e venda de ações/quotas, da preferência para adquiri-las, exercício do direito a voto ou do poder de controle. Entretanto, tais acordos não devem vincular ou restringir o voto dos membros do conselho de administração (IBGC, 2009, p.22).

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa trata, ainda, no tocante à propriedade, do registro de sócios, saída desses, a reunião deles em assembléia geral, alienação de controle e o uso de informações privilegiadas (2009, p.21-28). Esses dois últimos itens, em especial, devem merecer tratamento minucioso visto que transmitem segurança para os investidores.

Sobre a venda do controle da organização, as ofertas de compra de ações/quotas que resultem na transferência do controle societário devem ser dirigidas a todos os sócios e não somente ao grupo que detém o controle. O princípio é que todos tenham o direito de vender suas participações nas mesmas condições.

No caso de alienação da totalidade do bloco de controle, é dever do adquirente dirigir oferta pública a todos os acionistas que se encontrem nas mesmas condições do controlador. É o *tag along*.

O uso de informação privilegiada (*insider information*), por sua vez, deve ser adequadamente regulamentado. Sócios conselheiros de administração, diretores, conselheiros fiscais, membros de órgãos técnicos e consultivos, bem como quaisquer outras pessoas que em função do seu cargo tenham acesso à informação privilegiada devem aderir à política de divulgação de informações.

Em termos de pesquisa envolvendo estrutura de propriedade e fluxo de caixa, Lanzana (2004, p.112) constatou que quanto maior a distância entre os direitos de controle e direitos sobre o fluxo de caixa do acionista controlador, melhor o *disclosure* e a governança. (IDEM, p.112). É, pois, um indicativo de que a pulverização das ações ordinárias tende a ser benéfica para a companhia na medida em que mais pessoas fiscalizarem a sua gestão.

### 2.3.2 Conselho de Administração

As boas práticas de governança corporativa indicam que toda empresa deve ter um conselho de administração, seja ela sociedade anônima ou não, de capital aberto ou fechado. Este órgão deve ser eleito pelos sócios levando-se em consideração os demais *stakeholders*, o objeto social e a continuidade da companhia no longo prazo. É um ente colegiado onde são tomadas as decisões estratégicas da organização.

É majoritário na literatura especializada o entendimento de que esse conselho desempenha um papel central na condução dos negócios e geração de riqueza para os proprietários. Como consequência, é ele, possivelmente, o agente principal da governança corporativa (SILVEIRA, 2004; BORNHOLDT, 2005; ANDRADE e ROSSETTI, 2006; IBGC, 2009).

Existem duas concepções de conselho (*board*) no plano internacional. Uma trata de órgãos unitários, em que os membros exercem somente as funções de supervisão dos negócios (*one-tier system*) – é como funciona no Brasil. Na segunda concepção (*two-tier system*), o conselho tem dupla atribuição: parte dos membros exerce funções executivas e a outra cuida apenas da supervisão. Do último modelo são exemplos as empresas alemãs, austríacas e holandesas. (UNCTAD, 2006, p.12). De qualquer modo, o mais importante é que haja um equilíbrio de forças na companhia, de forma que o executivo-chefe e o presidente do conselho sejam pessoas diferentes.

Acredita-se que esse ator deve ter capacidade de mediar e estabilizar as relações interpessoais dentro da organização, agindo também como agente de mudança. Contudo, uma reflexão sobre o funcionamento de uma grande empresa pode revelar que toda a sua rede de relacionamento precisa ser monitorada pelo conselho, incluindo fornecedores, governos, acionistas, auditores, sociedade e parceiros em geral, como forma de garantir sinergia para cumprir os objetivos estratégicos da companhia (BORNHOLDT, 2005, p.111) .

De maneira geral, as atribuições de um conselho de administração podem ser agregadas em cinco pontos principais, a saber: (i) proteger o patrimônio da empresa e dos proprietários; (ii) agregar valor ao negócio; (iii) fazer-se guardião da cultura organizacional, zelando pelas crenças, valores e princípios norteadores; (iv) trabalhar pela continuidade da empresa; (v) auxiliar na formação do pensamento e definição do posicionamento estratégicos (IDEM, p.115).

Sobre os papéis que um conselho pode exercer, uma analogia interessante pode ser deduzida a partir das observações de BORNHOLDT (2005, p.79) que, ao estudar as empresas familiares, identificou quatro papéis desempenháveis pelos seus conselhos de administração, conforme o quadro 5:

1 - Papel Passivo	2 – Papel Controlador	3 – Papel Estratégico	4 – Papel Executivo
Pouca influência, apenas atende à legislação	Protege os interesses da família e de acionistas	Monitora a gestão, interage com a família e acionistas	Controla e co-dirige a empresa à distância

**Quadro 5 – O conselho de administração nas empresas familiares**

Fonte: BORNHOLDT, 2005, p. 79.

Esse autor acredita que a tendência é as empresas buscarem uma combinação dos papéis 2 e 3, evitando os extremos da escala, tendo em vista que um conselho de administração passivo pouco ou nada ajudaria na condução dos negócios, ao passo que um conselho exercendo atividade executiva poderia gerar conflito com os executivos, fato que igualmente não agregaria valor à organização.

Portanto, o conselho de administração deve-se preocupar com o desempenho da companhia (traduzido em resultados e competitividade); gestão, ou seja, a qualificação de quem dirige o negócio a fim de garantir a existência dos demais itens; e futuro, buscando-se assegurar longevidade para a organização.

Para o mundo acadêmico, o estudo de Lanzana (2004, p.112/3) trás importantes conclusões sobre o conselho de administração na governança empresarial. Uma delas é que as empresas da amostra que tinham o maior percentual de conselheiros externos no *Board* apresentaram níveis mais elevados de *disclousure*, indicando, portanto, melhor governança. A pesquisa aponta, ainda, “[...] faixa ótima de número de conselheiros em relação ao nível de *disclousure* entre 8 e 9 [membros por empresa]”.

Para o IBGC (2009, p.29), a missão do conselho de administração é proteger e valorizar o patrimônio, além de maximizar o retorno do investimento e buscar o equilíbrio dos

interesses das partes. Sendo assim, tem a responsabilidade de discutir, aprovar e monitorar as decisões relativas a estratégia, estrutura de capital, fusões e aquisições, apetite e tolerância ao risco, contratação e decisão sobre a remuneração dos executivos da empresa, contratação da auditoria independente, governança corporativa, dentre outros (IDEM, p.30).

No caso das empresas estatais da União existem peculiaridades na composição e atuação deste importante ator da governança derivadas, sobretudo, da ausência de uma supervisão efetiva para o cumprimento da legislação existente. Este assunto será abordado no capítulo 3.

Outras questões que merecem destaque nos melhores códigos de governança, afetas ao conselho, são as classes de conselheiros, a remuneração destes, a educação continuada e os comitês que se formam no âmbito do conselho. Esses temas serão tratados a seguir com base no trabalho do IBGC (2009, p. 36-53):

**A. Classes de conselheiros** – Existem três classes de conselheiros, a saber:

- a) Internos: Estes conselheiros são diretores ou funcionários da própria empresa.
- b) Externos: São aqueles que, no momento, não têm vínculo com a companhia, porém não são independentes, tais como: ex-diretores, ex-funcionários, advogados que prestam serviços à empresa, acionistas ou funcionários do grupo controlador, parentes próximos de diretores, dentre outros.
- c) Independentes: São profissionais contratados por meio de processos formais, com campo de atuação, qualificação e remuneração bem definida. São características deste conselho: não ter qualquer vínculo com a sociedade, exceto eventual participação de capital; não ser acionista controlador, membro do grupo de controle, cônjuge ou parente até segundo grau destes, ou ser vinculado a organizações relacionadas ao acionista controlador; não ter sido empregado ou diretor da sociedade ou de alguma de suas subsidiárias; não estar fornecendo ou comprando, direta ou indiretamente, serviços e/ou produtos à companhia; não ser funcionário ou diretor de entidade que esteja oferecendo produtos e/ou serviços à organização; não ser cônjuge ou parente até segundo grau de algum diretor ou gerente da empresa; e não receber outra remuneração da sociedade além dos honorários de conselheiro (dividendos oriundos de eventual participação no capital estão excluídos desta restrição).

Numa companhia de capital aberto é recomendável que a maioria ou todos os conselheiros sejam independentes. Além disso, cada conselheiro deve avaliar periodicamente

a sua independência em relação ao grupo controlador da entidade, de forma que, quebrando-se esta condição a renúncia é o passo seguinte.

**B. Remuneração** – Os conselheiros devem ser remunerados. As bases para isto devem ser propostas pelo conselho e aprovadas pelos acionistas. As empresas devem divulgar a remuneração paga aos conselheiros, incluindo: a) salários; b) bônus; c) benefícios baseados em ações; d) gratificações de incentivo; e) pagamentos projetados em benefícios pós-emprego, em programas de aposentadoria e de afastamento, em resumo, todos os tipos remuneração previstos na política da companhia para esses colaboradores.

**C. Educação continuada** – Considera-se indispensável que os conselheiros busquem aprimoramento continuado de suas competências técnicas, tendo em visto um melhor desempenho de suas atribuições junto à companhia.

**D. Comitê de Auditoria** – É recomendável que o conselho de administração estimule a implantação do comitê de auditoria para desempenhar para a) analisar as demonstrações contábeis; b) promover a supervisão e a responsabilização da área financeira; c) assegurar que a diretoria desenvolva controles internos confiáveis; d) garantir que a auditoria interna cumpra adequadamente seu papel; e e) assegurar que a auditoria independente avalie as práticas da diretoria da empresa e da auditoria interna.

### 2.3.3 Gestão

A gestão da entidade compete ao executivo principal (CEO), auxiliado por uma diretoria. Todos devem prestar contas ao conselho de administração, além de buscar um relacionamento transparente com as partes interessadas (*stakeholders*): acionistas, empregados, clientes, fornecedores, governo e credores (IBGC, 2009, p.54-59).

Gerar valor para os acionistas, otimizar resultados e minimizar os riscos são certamente os maiores desafios e deveres do CEO juntamente com sua diretoria executiva. Neste sentido, recomenda-se que a remuneração desses colaboradores seja vinculada a resultados, com metas de curto e longo prazos. Acredita-se que um bom desenho do aspecto remuneratório auxilie no alinhamento dos interesses dos gestores com os da organização (IDEM, p.56).

Bornholdt (2005, p.81), de maneira mais amíúde, entende que cabe ao presidente da entidade, em conjunto com a diretoria executiva: a) prestar contas de sua gestão; b) executar as políticas e diretrizes aprovadas pelo conselho; c) agir com lealdade à sociedade e aos

controladores; d) implementar as estratégias aprovadas pelo conselho; e e) coordenar a gestão e os demais diretores executivos.

### **2.3.4 Auditoria Independente**

A auditoria independente é considerada uma agente essencial de governança corporativa na medida em que suas atribuições são examinar os demonstrativos contábeis, as práticas contábeis que lhes dão sustentação, bem como verificar o grau de funcionamento e adequacidade dos controles internos da companhia.

Contratação, remuneração, retenção e destituição dos auditores independentes são funções do conselho de administração e/ou do comitê de auditoria. Estes órgãos também são responsáveis pela fixação do plano de trabalho que deverá ser coberto pela auditoria externa (IBGC, 2009, p.59-61).

A literatura da governança (Bornholdt, 2005, p.89 e IBGC, 2009) defende que os auditores independentes não devem prestar quaisquer outros serviços à companhia, que não seja a própria auditoria, a fim de se preserve a neutralidade, imparcialidade e independência do auditor.

Alguns dos critérios recomendados pela citada bibliografia para guiar a contratação dos serviços de auditoria são: a) a auditoria não pode ter interesses societários, nem financeiros na companhia; b) é recomendável que a mesma equipe de auditoria não execute serviços para concorrentes diretos, credores relevantes ou outras empresas que possam ter interesses na companhia; c) a auditoria não pode estar vinculada direta ou indiretamente a outras empresas de prestação de serviços, como contabilidade, consultoria, assessoria fiscal e tributária, e informática, por exemplos.

Com relação à obrigatoriedade das companhias sob controle do governo federal submeterem-se à auditoria independente tem-se, por normas, as seguintes situações:

- a) Sociedades de Economia Mista com ações negociadas em bolsa de valores – Em virtude de serem constituídas sob a forma de sociedades anônimas, de capital aberto, submetem-se às exigências da Lei n.º 6.404/76 e, assim, obrigam-se ao escrutínio periódico da auditoria. Estão nessa situação a Petrobrás, a Eletrobrás, Furnas e Banco do Brasil, por exemplos.
- b) Sociedades de Economia Mista que não negociam ações em bolsas – Essas organizações, embora submetidas à lei retrocitada, não se encontram obrigadas a



contratar serviços de auditoria externa. Entretanto podem fazê-lo mediante autorização do ministro do Controle e da Transparência (CGU). São exemplos a Companhia de Eletricidade do Piauí – CEPISA, a Companhia Docas do Estado de São Paulo – CODESP, bem como todas as demais empresas portuárias da União Federal.

- c) Empresas Públicas – Aquelas que estão sob a fiscalização do Banco Central do Brasil, por exemplo, a Caixa Econômica Federal, devem contratar serviços de auditoria. Demais casos, regra geral, são auditadas apenas pela CGU.

### **2.3.5 Conselho Fiscal**

O conselho fiscal é um órgão tradicional no sistema de governança das empresas brasileiras, porém é considerado não-obrigatório pela Lei das Sociedades Anônimas. Tem como objetivos (i) fiscalizar os atos de gestão; (ii) opinar sobre certas questões; e (iii) fornecer informações aos sócios. E seus conselheiros devem relacionar-se continuamente com todos os demais agentes de governança da entidade (IBGC, 2009, p.62-65).

Para Bornholdt (2005, p.87), o conselho fiscal é um órgão auxiliar no processo da gestão corporativa. Apesar de não exercer poder decisório, sua atuação pode minimizar riscos e agregar valor à organização. Para o autor, em geral, as atribuições desse conselho incluem, por exemplos: a) fornecer opiniões sobre os livros e demonstrações contábeis e financeiras; b) fiscalizar as principais transações, em especial as que tenham reflexo em remuneração dos controladores, valor da empresa e dividendos aos minoritários; c) fiscalizar as principais transações, em especial as que tenham efeitos fiscais, tributários e trabalhistas; d) criar um canal de comunicação com os sócios e demais atores da governança corporativa.

Ressalte-se que experiência, dedicação, integridade e competência técnica também são requisitos importantes para se escolher os conselheiros fiscais. Valem, também para esses profissionais, as ressalvas e recomendações referentes a remuneração, conflitos de interesse e aprimoramento continuado anteriormente sugeridos para conselheiros de administração.

### **2.3.6 Conduta e Conflito de Interesses**

O conflito de interesse se estabelece quando uma pessoa “[...] não é independente em relação à matéria em discussão e pode influenciar ou tomar decisões motivadas por interesses distintos daqueles da organização” (IBGC, 2009, p.66-70). Por isso é recomendável que toda

companhia tenha um código de conduta que oriente como devem ocorrer os relacionamentos nos planos interno e externo.

Especificamente, o código de conduta deve tratar de questões como: a) cumprimento das leis e pagamento de tributos; b) operações com partes relacionadas; c) uso de ativos da empresa; d) conflito de interesses; e) prevenção e tratamento de fraudes; f) doações; g) atividades políticas; h) assédio moral ou sexual; i) meio ambiente; j) discriminação no ambiente de trabalho; l) uso de álcool e drogas; m) exploração do trabalho adulto ou infantil; n) nepotismo; o) relações com a comunidade e outros (IDEM, p.67).

Por outro lado, não basta colocar o mundo perfeito no papel. Será necessário determinar uma área ou pessoa da companhia que ficará responsável pela difusão interna do regulamento, pelo recebimento de eventuais denúncias de descumprimento, bem como pelo encaminhamento do pedido de providências às instâncias superiores, órgãos reguladores e até policiais, se for o caso. O cumprimento dessas regras contribuirá para gerar uma cultura organizacional de transparência, equidade e de não compactuação com ilicitudes, agregando valor para a empresa.

## **2.4 A Atuação da BOVESPA na Governança Corporativa**

Silva (2004, p.349) enumera as iniciativas para estimular a adoção e o aperfeiçoamento de boas práticas de governança nas empresas brasileiras. Dentre outras, cita as alterações introduzidas no Estatuto das Sociedades Anônimas pela Lei n.º 10.303/2001 (hoje alterada pela Lei n.º 11.638/07); a regulamentação dos fundos de pensão (Resolução CMN 2.829/01); a atuação do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) no mercado de capitais; o Código de Boas Práticas de Governança Corporativa do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC); e as recomendações da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) sobre o assunto. Destaca, também, a criação do Novo Mercado da BOVESPA, de que se tratará neste item.

Com a finalidade de “[...] proporcionar um ambiente de negociação que estimulasse, ao mesmo tempo, o interesse dos investidores e a valorização das companhias.”, a BOVESPA instituiu quatro segmentos diferenciados de listagem, a saber: a) BOVESPA Mais; b) Novo Mercado; c) Nível 2 e d) Nível 1. As companhias que não aderirem a nenhum desses segmentos podem continuar na bolsa, negociando papéis no chamado segmento tradicional.

Na definição da própria Bolsa (BMFBOVESPA, 2010), o 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 adicionais em relação ao que é exigido pela legislação. O capital social das companhias listadas no NM é composto apenas por ações ordinárias.

A premissa básica do Novo Mercado é que tais práticas de governança influenciam positivamente a valorização e a liquidez das ações de quem as adota pelo fato de conferirem maior grau de segurança nos direitos concedidos aos acionistas e/ou pela melhor qualidade das informações prestadas. Para ingressar nesse mercado, a empresa interessada deve aceitar a resolução de conflitos por meio de uma Câmara de Arbitragem e ter seu capital social composto exclusivamente por ações ordinárias. Além disso, precisa assinar um contrato com a BOVESPA, comprometendo-se a cumprir o Regulamento de Listagem da Bolsa.

Já as companhias que estão no Nível 1 comprometeram-se em melhorar a prestação de informações ao mercado e dispersão acionária. Outras práticas exigidas para fazer parte deste patamar de governança são:

- Manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% do capital (*free float*);
- Realização de ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital;
- Melhoria nas informações prestadas trimestralmente, entre as quais a exigência de consolidação das demonstrações contábeis e de revisão especial de auditoria;
- Informar negociações de ativos e derivativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa;
- Disponibilização de um calendário anual de eventos corporativos;
- Apresentação das demonstrações do fluxo de caixa.
- Extensão para todos os acionistas detentores de ações ordinárias das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia e de, no mínimo, 80% deste valor para os detentores de ações preferenciais (*tag along*).

Certamente que um compromisso desse porte requer a aprovação dos acionistas, de forma que será necessária a realização de Assembléia Geral pela empresa para aprovação e inclusão no Estatuto Social da companhia.

A classificação no Nível 2 exige que a empresa, além do enquadramento nas obrigações do Nível 1, adote, adicionalmente, os critérios de governança abaixo:

- Conselho de Administração com mínimo de cinco membros e mandato unificado de um ano;

- Disponibilização de balanço anual seguindo as normas do *US GAAP* ou IFRS (padrões contábeis dos Estados Unidos da América);
- Extensão para todos os acionistas detentores de ações ordinárias das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia e de, no mínimo, 80% deste valor para os detentores de ações preferenciais e 100% para os donos de ações ordinárias (*tag along*);
- Direito de voto às ações preferenciais em algumas matérias, como transformação, incorporação, cisão e fusão da companhia e aprovação de contratos entre a companhia e empresas do mesmo grupo sempre que sejam deliberados em assembléia geral;
- Obrigatoriedade de realização de uma oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação neste Nível;
- Adesão à Câmara de Arbitragem para resolução de conflitos societários.

Ressalte-se que o Novo Mercado pressupõe que as empresas participantes já preencheram todos os requisitos de transparência e boas práticas de gestão dos níveis 1 e 2.

Sobre o BOVESPA Mais, a bolsa esclarece que se trata de um segmento de listagem de mercado de balcão organizado, administrado por ela, e se destina àquelas empresas que desejam ingressar no mercado de capitais gradativamente, “[...] ou seja, que acreditam na ampliação gradual da base acionária como o caminho mais adequado à sua realidade, destacando-se as de pequeno e médio porte que buscam [...].”

O quadro 6 apresenta um comparativo das principais exigências de cada segmento de listagem em vigor na BOVESPA.

	BOVESPA MAIS	NOVO MERCADO	NÍVEL 2	NÍVEL 1	TRADICIONAL
Percentual mínimo de ações em circulação ( <i>free float</i> )	25% de <i>free float</i> até o sétimo ano, ou condições mínimas de liquidez	No mínimo 25% de <i>free float</i>	No mínimo 25% de <i>free float</i>	No mínimo 25% de <i>free float</i>	Não há regra
Características das ações emitidas	Somente ações ON podem ser negociadas e emitidas, mas é permitida a existência de PN	Permite a existência somente de ações ON	Permite a existência de ações ON e PN (com direitos adicionais)	Permite a existência de ações ON e PN	Permite a existência de ações ON e PN
Conselho de Administração	Mínimo de três membros (conforme a legislação)	Mínimo de cinco membros, dos quais pelo menos 20% devem ser	Mínimo de cinco membros, dos quais pelo menos 20% devem ser	Mínimo de três membros (conforme a legislação)	Mínimo de três membros (conforme a legislação)

		independentes	independentes	legislação)	
Demonstrações financeiras anuais em padrão internacional	Facultativo	US GAAP e IFRS	US GAAP e IFRS	Facultativo	Facultativo
Concessão de <i>tag along</i>	100% das ações ON	100% das ações ON	100% para ações ON e 80% para ações PN	80% para ações ON (conforme legislação)	80% para ações ON (conforme legislação)
Adoção da Câmara de Arbitragem do Mercado	Obrigatório	Obrigatório	Obrigatório	Facultativo	Facultativo

**Quadro 6 – Comparativo de exigências dos segmentos da Bovespa.**

Fonte: BMFBOVESPA, 2010.

### **3 EMPRESAS ESTATAIS: CRIAÇÃO, EVOLUÇÃO E ESTÁGIO ATUAL**

#### **3.1 Histórico das Empresas Estatais nos Países da OCDE e no Brasil**

A atuação do Estado como empresário representa um importante capítulo do capitalismo, sobretudo em momentos de crises econômicas agudas em que o setor privado vê reduzida a sua capacidade de investimento. Sendo assim, é importante conhecer como surgiram e evoluíram as empresas estatais, mormente no século XX, para compreender o estágio em que se encontram hoje no Brasil e nos principais desenvolvidos e em desenvolvimento.

Para Castello Branco e Pinto (2010, p.9) não há consenso sobre os motivos que levaram o Estado a ingressar no mundo corporativo. Por outro lado, a OCDE (2006, p.9) destaca que a atuação do poder público nessa área é antiga, porém, elevou-se de forma substancial no século passado em virtude da Grande Depressão (1929) e da Segunda Guerra Mundial, sendo que este último evento destruiu a indústria e a infraestrutura do Japão e da Europa, o que demandou um esforço coletivo de reconstrução.

A OCDE considera que o suporte teórico da intervenção estatal advém das noções de potenciais falhas de mercado e de regulamentação, entendendo que (2006, p.9):

- a) Há uma falha de mercado quando o consumo é desvinculado de pagamentos, de que são exemplos bens públicos como a lei e a ordem. Nesse caso, os consumidores agem como livres concorrentes e as empresas privadas não têm como produzir a quantidade ideal do bem.
- b) Existe um monopólio natural quando os custos e as economias de escalas indicarem que o melhor para a sociedade é concentrar o fornecimento num único fornecedor. Eletricidade, gás e transporte ferroviário são exemplos de monopólios estatais. Aqui, se houvesse um monopólio privado poderia ocorrer subprodução para justificar uma possível elevação de preços ao consumidor.
- c) As externalidades são os resultados - positivos ou negativos - de uma atividade econômica que afeta outros membros de uma comunidade. A poluição é um exemplo de externalidade negativa. Um agente (ou um conjunto deles) a produz e as conseqüências. Outra importante externalidade usada para justificar a regulamentação

é a assimetria de informação: a informação é conhecida apenas para um lado do mercado que se traduz em resultados ineficientes.

Em síntese, o que levou a propriedade estatal a instalar-se em vez da regulação ou da terceirização foi a combinação de deficiências de regulamentação, problemas de economia política e os objetivos sociais almejados pelo governo.

No Brasil, as primeiras instituições públicas da Colônia foram o Serviço Postal (1662) e a Casa da Moeda da Bahia (1694). Mais tarde, o desembarque da família real portuguesa no Brasil marcou o surgimento das primeiras organizações comerciais estatais no país (até então colônia). Assim, D. João VI funda, em 1808, o Banco do Brasil, a Real Manufatura de Espingardas, a Imprensa Régia e duas firmas de fundição: a Real Fábrica de Ferro São João de Ipanema e a Usina do Morro do Pilar (SARAIVA, 2004, p.2).

A necessidade de melhor estruturar o Império e depois a República, outras entidades controladas pelo poder público foram iniciando suas atividades. Dentre elas a Estrada de Ferro D. Pedro II (1858), a Caixa Econômica e Monte de Socorro (1861), a empresa de navegação Lloyd Brasileiro (1890). Ainda nesse período, mais estradas de ferro foram construídas e aquelas que eram privadas posteriormente passaram para o controle governamental (nacionalizadas).

O crescimento econômico do Brasil a partir da década de 1930 estabeleceu-se sobre o tripé capital privado/estatal/estrangeiro, dirigindo-se para setores específicos, por exemplos: a) o Estado concentrou suas aplicações na infraestrutura e insumos básicos; b) as fontes privadas nacionais investiram nas áreas bancária, agrícola, comercial e indústrias leves; e c) o capital estrangeiro concentrou-se na produção de bens de consumo de maior valor agregado (SIFFERT FILHO, 1998, p.3).

Os eventos mais importantes eventos influenciaram decisivamente o aumento da presença do Estado na economia: a Segunda Guerra Mundial (1939-1945) e o “*crash*” da Bolsa de Valores de Nova Iorque. A partir daí surgiram as estatais siderúrgicas (Csn e Acesita, 1942); a mineradora (Vale do Rio Doce, 1942); as financeiras (Banco de Crédito da Borracha, 1942, hoje o Basa; e Bncc, 1943), além do Instituto de Resseguros do Brasil, 1940.

Nas três décadas seguintes merecem destaque: a Petrobrás (1953), o Bnb (1952), Furnas (1957), Usiminas (1956), Cosipa (1960), Eletrobrás (1961), Cobal e Cibrazem (1962), Bnh (1965), Serpro (1964), mais Embratel, Embraer, Embrafilme e Embratur ainda nos anos 60. Telebrás, Portobrás, Infraero, Siderbrás e Imbel (material bélico) são dos anos 1970,

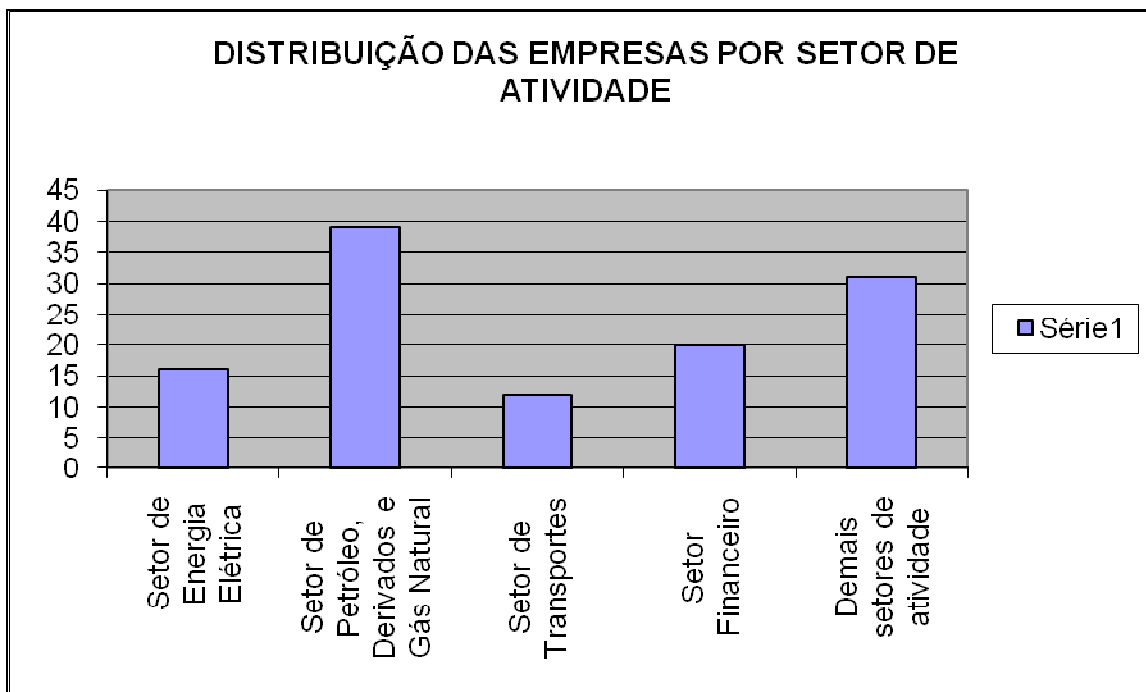
juntamente com as grandes obras de infraestrutura Hidroelétrica de Itaipu e a Ferrovia do Aço.

As dificuldades enfrentadas pelo Brasil nos anos de 1980 na gestão da dívida externa, baixo crescimento econômico e um cenário externo em mutação, onde se discute inclusive um novo papel para o Estado, surgem as condições para grandes mudanças estruturais. Assim, no início da década seguinte o país começa o processo de abertura comercial, seguindo-se a privatização (venda das empresas estatais) e estabilidade da moeda com o Plano Real (SIFERT FILHO, 1998, p.3).

Vale dizer que a onda das privatizações provocou um novo desenho da estrutura de propriedade empresarial no Brasil. Investidores externos e os fundos de pensão dos empregados das empresas estatais adquiriram importantes participações acionárias – em alguns casos o próprio das companhias – fato que desencadeou a necessidade de novos arranjos de governança corporativa. Portanto, pode-se afirmar que essa década (90) é um marco para o desenvolvimento da governança no país.

Ressalte-se que, apesar de a União ter empreendido um vigoroso programa de privatização de suas companhias nas duas últimas décadas, reduzindo-as de 252 em 1985 para 118 em 2010, a participação delas na economia do país ainda é bastante significativa (MPOG, 2010).

A figura 4 mostra a distribuição atual das estatais federais por setor de atividade.



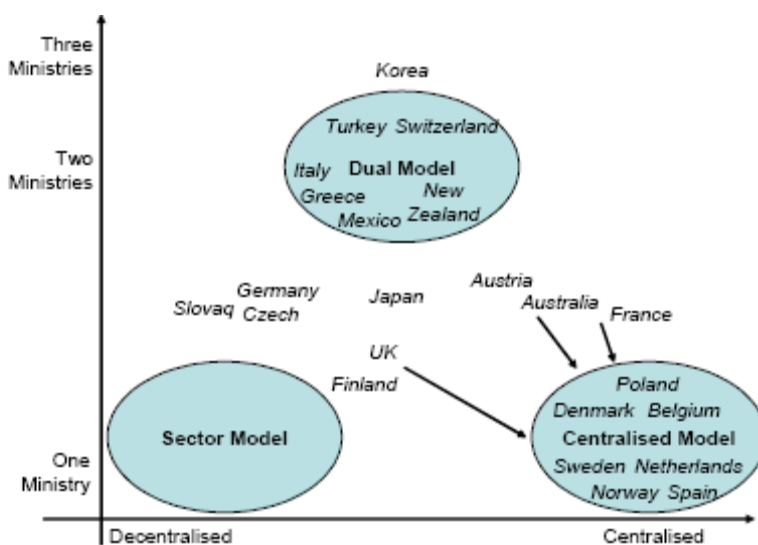
**Figura 4 - Distribuição das empresas por setor de atividade.**

Fonte: Elaborada pelo autor com base no relatório Perfil das Estatais, 2009, Ministério Planejamento.



### 3.2 A Organização da Propriedade Estatal nos Países da OCDE e no Brasil

Nos países membros da OCDE, a organização do exercício dos direitos de propriedade, genericamente denominada função propriedade, ocorre conforme os três modelos: (i) o de supervisão centralizada; (ii) o de supervisão descentralizada; e o (iii) modelo de dupla supervisão (OCDE, 2005, p.27-40). A figura 5 apresenta o enquadramento dos países referidos em cada um dos modelos



**Figura 5 – Modelos de governança estatal nos países da OCDE.**

Fonte: OCDE, 2005, p.27.

#### 1) Modelo de Supervisão Descentralizada

É o modelo mais tradicional. As entidades estatais ficam sob a responsabilidade do ministro da área ou setor em que opera a companhia. Na Finlândia, por exemplo, nove ministérios controlam as mais de cinquenta companhias estatais. É como se o Banco do Brasil fosse supervisionado exclusivamente pelo Ministério da Fazenda, no caso brasileiro. Era o que ocorria nas economias socialistas, mas ainda pode ser encontrado na Alemanha, Finlândia e República Checa (p.29).

Destaque-se que a implantação desse modelo de administração da propriedade ocorreu em países com grande número de empresas controladas pelo Estado, decorrente, sobretudo, da nacionalização que se verificou no pós-guerra. A reconstrução dos países exigia uma estratégia agressiva de governos no plano da industrialização (p.29).

O estudo ora examinado, oriunda da OCDE, aponta mais desvantagens do que vantagens na utilização da supervisão descentralizada. Basicamente, as vantagens consistem no maior conhecimento que cada ministério detém sobre seu setor, aliada à capacidade institucional de implementação das políticas traçadas. No entanto, o mesmo estudo esclarece que a liberalização dos mercados e a atuação das empresas voltadas cada vez mais para os vários mercados anulam a vantagem apontada. Além disso, na prática, pode haver dificuldade de separar as funções de propriedade e de regulamentação, vez que os ministérios exercem esses dois papéis concomitantemente.

## 2) Modelo de Dupla Supervisão

Ocorre quando dois ministérios são responsáveis, conjuntamente, pelo exercício dos direitos de propriedade nas empresas estatais. Normalmente, o ministério da fazenda ou economia é considerado o agente comum, ou seja, está presente em todas as associações com os demais setores que administram as estatais. Isso ocorre devido a importância dessas organizações para a economia e os objetivos financeiros dos países. Assim é na Austrália, França e Itália (p.30-31).

Era o modelo mais comum até recentemente e ainda pode ser encontrado na Grécia, Itália, Coreia do Sul, México, Nova Zelândia e Turquia. Na Austrália está evoluindo para a centralização e na França migrou também para o modelo centralizado, a partir das reformas de 2004 e 2005 (p.30).

Segundo a OCDE (2005, p.30) esse modelo difere do descentralizado porque, neste último, cada área cuida de suas empresas sob a coordenação de um ministério “mais igual que os outros”, ou seja, mais forte, tal como ocorre na Alemanha e na Finlândia. A responsabilidade compartilhada do modelo híbrido pode significar que um ministério fique responsável pela nomeação dos conselheiros de administração e o outro pela agregação dos relatórios das empresas, por exemplo; ou que ambos os ministérios tenham direito de indicar pessoas para o conselho de administração (México). Outros pontos como a aprovação de transações relevantes e de planos estratégicos também pode ser compartilhada pelas duas áreas supervisoras.

Em alguns países, a dupla supervisão é exercida com características peculiares. Assim, o estudo da OCDE traz comentários individualizados por país (p.30-34), que serão tratados neste e nos próximos três parágrafos. A República Tcheca e a República Eslovaca são casos à parte. Praticam o modelo híbrido, porém suas principais entidades acionistas são as companhias *holdings*, os *National Property Fund* (NPFs), uma espécie de fundos gestores da

propriedade estatal desses países. Nesse formato, os ministérios de cada área continuam tendo papel importante, inclusive nos conselhos de administração.

Na Nova Zelândia, faz-se uma distribuição de responsabilidades entre o ministério das finanças de um lado e os ministérios de cada área mais a Unidade Consultiva de Gestão das Empresas da Coroa (CCMAU) de outro. De modo geral, as atribuições de cada um são:

- O ministério das finanças centra-se na eficiência econômica e no impacto fiscal do desempenho das empresas estatais. Portanto, essa área supervisiona os relatórios econômico-financeiros, as decisões de investimentos e a responsabilidade pela aprovação de venda de ativos.

- Por meio da Unidade Consultiva de Gestão das Empresas da Coroa (CCMAU), os ministérios setoriais responsabilizam-se pela orientação comercial das organizações, com vistas a garantir-lhes o sucesso nos negócios. São, assim, responsáveis pela composição do *board*, bem como pelo monitoramento de *performance* das companhias (p.31).

Na Turquia, pelo menos duas entidades em nível ministerial estão envolvidas no exercício de direitos de propriedade: o ministério de cada área e o Tesouro Nacional ou a unidade de Administração da Privatização. O Tesouro e a Organização para o Planejamento do Estado supervisionam a *performance* das estatais.

Já na Coreia do Sul a organização da função proprietária é mais complexa. Envolve pelo menos três ministérios, a saber: o representante de cada setor, o das finanças e o de orçamento e planejamento. O primeiro indica os conselheiros do *board*, enquanto o segundo e o terceiro indicam os diretores, monitoram-lhes a *performance* e propõem a auditoria. Além disso, o Conselho de Inspeção e Auditoria fiscaliza todas as estatais.

### 3) Modelo de Supervisão Centralizada

Este é o mais recente dos modelos de gestão de empresas públicas. Aqui as organizações ficam sob o controle de um ministério - Dinamarca, Espanha e Holanda, no caso o Ministério das Finanças; Noruega e Suécia, Ministério da Indústria; e Bélgica, Ministério das Empresas Públicas e Participações. Podem, ainda, ser controladas por uma agência com certo grau de autonomia, que é o caso da França (OCDE, 2005, p.34).

No mesmo estudo, a OCDE acrescenta que as reformas recentes ou em curso nas estatais de seus países membros são importantes por que (p.34):

- Procuram claramente separar a função de propriedade das demais funções estatais, tais como política industrial ou regulação.

- Fornecem uma maior unidade e consistência da política de propriedade. Isso auxilia na unificação das diretrizes referentes a disclosure, escolha e nomeação de conselheiros para o *board* e fixação da remuneração dos executivos. Também ajudam na unificação de práticas entre ministérios e demais áreas, como a representação do *board*.
- A centralização tem sido a principal força em direção à elaboração dos relatórios financeiros de maneira agregada sobre a propriedade estatal. Países que estão mais avançados nesse sentido, tais como Suécia, França e Noruega, estão ou já centralizando a função proprietária.
- Permitem a concentração de competências e a organização de ilhas de especialistas em questões relevantes, tais como as de ordem financeira e aquelas referentes ao conselho. Além disso, uma unidade autônoma poderá desfrutar de maior liberdade para contratar especialistas ou maior flexibilidade para remunerar, comparando com os demais servidores públicos.

No Brasil, o órgão central de coordenação das empresas da União Federal é o Departamento de Coordenação e Controle das Empresas Estatais (DEST), integrante do Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão (MPOG). Suas funções são: Coordenar a elaboração do Programa de Dispêndios Globais (PDG) e do Orçamento de Investimento (OI); e acompanhar a execução desses orçamentos, instrumentos básicos de controle macroeconômico das estatais. (Constituição Federal).

Para o Banco Mundial (2006, p.12), o modelo adotado pelo Brasil é uma variação do sistema de dupla supervisão porque, para cada estatal, há pelo menos dois ministérios envolvidos. Como se observará adiante, os Ministérios da Fazenda e do Planejamento, Orçamento e Gestão estão representados nos conselhos (de administração e fiscal) de todas as companhias da União.

Com relação ao processo de escolha dos executivos e conselheiros, a legislação da União Federal especifica para as estatais, sejam elas constituídas sob a forma de sociedades anônimas ou de empresas públicas, as seguintes regras (Lei n.º 9.292, de 12/07/1996 e Decreto n.º 757, de 19/02/1993) :

a) Conselho de administração – um ou mais representantes dos acionistas minoritários; um representante indicado pelo Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão; demais membros indicados pelo ministro de Estado sob cuja supervisão estiver a empresa, por exemplo, os bancos estão vinculados ao Ministério da Fazenda. Contém seis membros. Acrescente-se que há fundos de pensão com importantes participações em grandes estatais,

como por exemplo o PREVI, dos empregados do Banco do Brasil, atuando na Petrobrás e no próprio Banco do Brasil.

b) Conselho fiscal – um membro é indicado pelo Ministério da Fazenda, outro pelo ministério supervisor e o terceiro representa os acionistas minoritários. O quantitativo é em qualquer caso: três conselheiros titulares e igual número de suplentes.

c) Diretoria – neste caso, a legislação regula apenas (i) o número máximo de diretores: até seis, exclusive o diretor-presidente; e (ii) a indicação dos dirigentes das empresas públicas, que compete ao ministro supervisor. É sabido, porém, que os executivos das demais estatais também são escolhidos politicamente.

Os mandatos dos conselheiros são fixados pelos estatutos sociais de cada entidade e a remuneração não pode ultrapassar a dez por cento do salário mensal médio dos respectivos diretores. Não há regulamentação em nível abrangente (lei, decreto, portaria, resolução) exigindo avaliação periódica, nem de conselheiros, nem de diretores.

Sobre qualificação profissional dessas pessoas, trata somente dos conselheiros de administração, que serão indicados “dentre brasileiros de notórios conhecimentos contábeis e financeiros, experiência, idoneidade moral e reputação ilibada.” Note-se, contudo, que a regulamentação não diz a quem cabe avaliar e manifestar opinião sobre o preenchimento desses requisitos no caso concreto.

Em resumo, a estruturação da função propriedade é essencial para o aprimoramento da gestão das companhias estatais. Assim, deve-se proceder de modo a:

- Assegurar a área de atuação da companhia, separando a função de regulação da função propriedade;
- Providenciar a coordenação centralizada da função propriedade, ou seja, instituição de um organismo para controlar todas as empresas estatais do Estado;
- Estabelecer clareza e divulgação da política de propriedade;
- Evitar interferência direta do cotidiano operacional das empresas;
- Deixar os conselheiros cumprir com suas responsabilidades;
- Permitir o efetivo exercício dos direitos de propriedades (MPOG, 2005).

## 4 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

### 4.1 Tipologia da Pesquisa

Esta pesquisa, quanto à natureza, é do tipo aplicada, posto que visa contribuir para a solução de problema específico (SIENA, 2008, p.59). A forma de abordagem será predominantemente quantitativa, mediante o emprego de técnicas estatísticas. Com relação aos objetivos, trata-se de estudo descritivo uma vez que busca estabelecer relação entre variáveis (GIL, 2007, p.42).

### 4.2 População da Pesquisa

Conforme o relatório de participações societárias da União, elaborado pela Secretária do Tesouro Nacional do Ministério da Fazenda (STN/MF), posição em 31/12/2009, o governo federal possui participação societária em uma empresa binacional, majoritária em 45 empresas (23 sociedades de economia mista e 22 empresas públicas) e minoritária em 76 empresas, das quais 9 são do setor de telecomunicações. Ressalve-se que algumas empresas de economia mista controlam várias outras corporações. Por exemplo, o grupo Eletrobrás tem 15 empresas mais a *holding*. Isso também ocorre com o Banco do Brasil e com a Petrobrás (PERFIL DAS ESTATAIS, 2008).

Interessam, para esta pesquisa, as sociedades de economia mista, num total de 23 empresas estatais. Contudo, serão excluídas aquelas que recebem recursos da União para manutenção de custeio – as chamadas estatais dependentes, um conceito criado pela Lei de Responsabilidade Fiscal. São 5 companhias: Os Hospitais Fêmina, Conceição e Redentor; a Cia. Brasileira de Trens Urbanos (CBTU), além da Empresa de Trens Urbanos de Porto Alegre (TRENURB). As 18 organizações serão, então, divididas em dois grupos, a saber: Empresas listadas na Bovespa (5) e empresas não listadas em bolsa (11), conforme Apêndice. Ainda, vale dizer que as estatais Banco do Brasil, Eletrobrás e Petrobrás fazem parte da amostra e serão estudadas por meio de suas *holdings*.

### 4.3 Coleta de Dados

Os dados foram recolhidos diretamente pelo pesquisador em fontes públicas, a saber: a) Relatórios do Departamento de Coordenação e Controle das Empresas Estatais (DEST), órgão do Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão (MPOG); e b) Endereço eletrônico de cada uma das empresas da amostra; e relatórios da STN/MF. Esses dados referem-se à governança corporativa, ao desempenho, ao controle acionário, à alavancagem, ao tamanho da companhia, à emissão ou não de *American Depositary Receipts* (ADR) e à adesão ou não aos níveis diferenciados de governança da Bolsa de Valores do Estado de São Paulo (Bovespa).

### 4.4 Definição Constitutiva e Operacional das Variáveis

Neste estudo, o desempenho (DESEMP) foi tomado como variável dependente. Enquanto isso, o índice governança das empresas estatais listadas (IGOVL), o controle (CONT), a alavancagem (ALAV), o tamanho (TAM), a adesão aos níveis diferenciados de governança na Bovespa (BOV) e a emissão de *American Depositary Receipts* (ADR) foram tratadas como variáveis independentes. Nos itens 4.4.1 e 4.4.2 seguintes serão esclarecidos o significado e a forma de obtenção de cada variável.

#### 4.4.1 Qualidade da Governança Corporativa

A qualidade da governança corporativa das empresas listadas em bolsa de valores foi mensurada pelo Índice de Governança (IGOVL), construído a partir da escala de Silveira (2004, p.98-99), adaptada. Esse índice tem 19 perguntas binárias e objetivas, onde cada sim acrescenta um ponto ao índice. As questões estão divididas em quatro dimensões: acesso às informações (1 a 5); conteúdo das informações (6 a 12); estrutura do conselho de administração (13 a 16); e estrutura de propriedade e controle (17 a 19), conforme quadro 7.

Dimensão de Governança Corporativa	#	Perguntas para a construção do Índice de Governança Corporativa
Acesso às Informações	1	É possível obter o Relatório Anual (RA) da companhia via Internet?
	2	O <i>website</i> dispõe de documentos relativos a governança corporativa?

	3	O <i>website</i> dispõe de apresentações para analistas ou dados que possibilitem projeções operacionais e financeiras da empresa?
	4	O <i>website</i> é bilíngüe e possui uma seção de Relações com Investidores?
	5	Não houve necessidade de contato direto com a companhia para obtenção de Informações sobre a empresa?
	6	É possível encontrar no website da empresa o parecer do Sistema de Controle Interno Federal sobre suas contas anuais (Decreto n.º 3.591/2000)?
	7	As empresas apresentam nos seus <i>websites</i> a página Transparência Pública (Decreto n.º 5.482/2005)?
Conteúdo das Informações Públicas	8	O RA inclui uma seção específica dedicada à implementação de princípios de Governança Corporativa?
	9	Os demonstrativos são apresentados no padrão IFRS?
	10	O RA, <i>website</i> ou algum outro documento inclui uma seção com estimativas de lucros ou projeções de retornos financeiros (ROA, ROE, etc)?
	11	O RA, <i>website</i> ou algum outro documento corporativo apresenta o valor adicionado/destruído pelo negócio no período com base em alguma medida de lucro econômico?
	12	O Relatório Anual ou website explica a remuneração global dos dirigentes (executivos e conselheiros)
Estrutura do Conselho de Administração	13	Os cargos de Diretor Executivo e Presidente do conselho de administração são ocupados por pessoas diferentes?
	14	A empresa possui um conselho de administração com 5 a 9 membros?
	15	Mais do que 80% do conselho de administração é composto por conselheiros externos?
	16	O conselho de administração possui mandato unificado de um ano?
Estrutura de Propriedade e Controle	17	A empresa emite apenas ações com direito a voto (ON)?
	18	As ações preferenciais correspondem a menos que 50% do total de ações?
	19	O(s) controlador (es) possui(em) menos do que 70% do total de ações Ordinárias?

### Quadro 7 - Elementos para a construção do IGOV.

Fonte: Adaptado de Silveira, 2004, p.99.

Registre-se que foram excluídas três perguntas da escala original, a saber: a) O excesso de direitos de controle em relação aos direitos sobre o fluxo de caixa do controlador é menor que 23%?; b) A empresa possui acordo de acionistas?; c) A empresa concede *tag along* aos detentores de ações preferenciais? No caso da questão “a”, este trabalho não discute a relação entre direito e controle e fluxo de caixa. Já o acordo de acionista não faz sentido aqui vez que o Estado não precisa compor com outros acionistas pelo controle por que ele já é majoritário, sozinho, nas sociedades da amostra. *Tag along*, item “c”, é o direito de o investidor minoritário receber pelo menos 80% por ação, do valor pago ao controlador quando este último alienar o controle. O Estado precisa de uma lei para alienar suas propriedades, portanto, talvez não tenha utilidade discutir isso na presente pesquisa.

Em contrapartida, foram incluídas duas perguntas que derivam de exigências específicas para empresas estatais federais, que são: a) É possível encontrar no *website* da



empresa o parecer do Sistema de Controle Interno Federal sobre suas contas anuais (Decreto n.º 3.591/2000)?; e b) As empresas apresentam nos seus *websites* a página Transparência Pública (Decreto n.º 5.482/2005)? As duas questões foram postas na dimensão de governança “acesso às informações”.

Para as empresas não listadas, foi utilizada a escala de Santos (2005) e Almeida e Santos (2008). O Índice de Governança Corporativa das Empresas Não Listadas (IGOVNL) foi preparado, inicialmente, por Santos (2005) por ocasião de um estudo com dois grupos de empresas familiares, sendo que um tinha ações na bolsa e o outro não. São 13 questões binárias, do tipo sim ou não, que procuram avaliar três dimensões de governança: transparência (6 perguntas), controle e conduta (3 perguntas) e composição e funcionamento do conselho (4 perguntas). O sim corresponde a um ponto e o não a zero ponto, de forma que o nível de governança pode variar de 0 a 13, conforme quadro 8.

Dimensão de Governança Corporativa	#	Perguntas para a construção do Índice de Governança Corporativa – Empresas Estatais Não Listadas na Bovespa
	1	É possível obter o Relatório Anual da empresa por meio da Internet?
	2	A companhia utiliza métodos internacionais de contabilidade (IFRS)?
<b>Transparência</b>	3	Não houve necessidade de contato direto com a companhia para obtenção de Informações sobre a empresa?
	4	A companhia apresenta no seu <i>website</i> ou nas informações anuais informações (IAN) sobre a remuneração do diretor geral e dos membros do conselho?
	5	É possível encontrar no website da empresa o parecer do Sistema de Controle Interno Federal sobre suas contas anuais (Decreto n.º 3.591/2000)?
	6	As empresas apresentam nos seus <i>websites</i> a página Transparência Pública (Decreto n.º 5.482/2005)?
	7	O presidente do conselho e o diretor geral da empresa são pessoas diferentes?
	8	O conselho e claramente composto por conselheiros externos e possivelmente independentes (não ligados aos controladores)?
<b>Composição e Funcionamento do Conselho</b>	9	O conselho possui entre 5 e 9 membros, conforme recomenda o código do IBGC?
	10	Os membros do conselho têm mandato de um ano, conforme recomenda o Código do IBGC?
	11	O grupo controlador, considerando os acordos de acionistas, possui menos de 50% das ações com direito a voto?
<b>Controle e Conduta</b>	12	A porcentagem das ações sem direito a votos é menor que 20% do total do capital?
	13	O controle da companhia é direto?

**Quadro 8 – Elementos para a construção do IGOV – não listadas.**

Fonte: Adaptado de Almeida e Santos, 2008, p.37.

Nesse instrumento foram efetuadas as seguintes adequações: excluídas cinco perguntas, a saber: a) A companhia prepara seus relatórios financeiros exigidos por lei dentro do prazo previsto?; b) A companhia usa uma das principais empresas de auditoria globais?; c) A empresa teve parecer de auditoria independente sem ressalvas?; d) A empresa não esta sob

investigação em curso ou tem qualquer tipo de condenação pela CVM no ultimo ano?; e e) Não existem acordo de acionistas? Procedeu-se assim porque não foram encontradas evidências teóricas que sustentem os quatro primeiros questionamentos. A quinta questão, como já explicado, não se aplica às empresas controladas pela União.

Por outro lado, quatro perguntas passaram a compor a escala: a) É possível encontrar no *website* da empresa o parecer do Sistema de Controle Interno Federal sobre suas contas anuais (Decreto n.º 3.591/2000)?; b) As empresas apresentam nos seus *websites* a página Transparência Pública (Decreto n.º 5.482/2005)?; c) É possível obter o Relatório Anual da empresa por meio da Internet?; e d) Não houve necessidade de contato direto com a companhia para obtenção de informações sobre a empresa? Justificam-se porque são exigências oriundas de normativos específicos para as empresas estatais federais e/ou do próprio mercado – caso da última pergunta (d).

#### **4.4.2 Desempenho Corporativo e Demais Variáveis Estudadas**

Com relação à mensuração do desempenho econômico e financeiro a valores contábeis tem-se que: Empresas Listadas na Bovespa - O desempenho foi medido pelo Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE), que mostra a rentabilidade da empresa, considerando o capital investido pelos proprietários. Esse indicador permite comparar companhias de quaisquer portes. É calculado dividindo-se o Lucro Líquido pelo Patrimônio Líquido. A informação foi levantada a partir das demonstrações contábeis disponíveis nos sítios eletrônicos da Bovespa e do MPOG.

Além disso, esta pesquisa utilizou variáveis que costumeiramente são adotadas nos estudos aqui referenciados como indicativos de boas práticas de governança corporativa. Adiante serão apresentadas essas variáveis, bem como será informado de que maneira elas serão determinadas e/ou de que fontes serão recolhidas. Ressalve-se que o item 4.5 adiante também apresenta informações adicionais com relação ao significado das variáveis e a forma de obtê-las.

Tamanho da empresa (TAM). Não se determina *a priori* o sentido da relação entre o tamanho da empresa e a qualidade da governança corporativa (GC). Companhias maiores tendem a ter maiores custos de agência, por isso devem investir em boas práticas de

governança. No entanto, as pequenas empresas tendem a crescer, precisarão de mais capital, demandando melhor governança (SILVEIRA, 2004, p.86).

Foi calculado pelo logaritmo Neperiano do Ativo Total a partir de informação recolhida das demonstrações contábeis nos sítios eletrônicos da Bovespa e do MPOG.

Emissão de American Depositary Receipts (ADR). Acredita-se que empresas emissoras de *American Depositary Receipts* (ADRs) devem apresentar melhor qualidade da governança, vez que são rígidos os padrões de GC exigidos pelo mercado para se emitir e negociar esses papéis (SILVEIRA, 2004, p.86). É um indicador binário, ou seja, 1 para empresas que negociam ações na bolsa e 2 para aquelas que não fazem.

A informação foi levantada a partir das demonstrações contábeis disponíveis nos sítios eletrônicos da Bovespa e do MPOG.

Adesão à listagem diferenciada da Bovespa (BOV). Os níveis diferenciados de listagem da Bovespa exigem a adoção de melhores práticas de governança corporativa pelas empresas que o aderem. Acredita-se que assim haverá mais transparência no mercado de capitais e maior proteção aos investidores. Sua medição segue o padrão das ADRs.

A informação foi levantada a partir das demonstrações contábeis disponíveis nos sítios eletrônicos da Bovespa e do MPOG.

Controle acionário (CONT). Não se determina a *priori* o sentido da relação entre o controle da empresa e a qualidade da governança corporativa (GC). A concentração do direito de controle tanto pode piorar os níveis da GC, como podem levar a empresa a adotar melhores práticas para compensar a possibilidade de expropriação dos minoritários (SILVEIRA, 2004, p.87).

A informação foi levantada a partir das demonstrações contábeis disponíveis nos sítios eletrônicos da Bovespa e do MPOG.

Estrutura de Capital (ALAV). A estrutura de capital é um importante mecanismo interno de governança empresarial, vez que pode influenciar o desempenho corporativo (SILVEIRA, 2004, p.13).

A informação foi levantada a partir das demonstrações contábeis disponíveis nos sítios eletrônicos da Bovespa e do MPOG.

#### **4.5 Modelo Estatístico e Tratamento dos Dados**

Será adotado o seguinte modelo estatístico nesta pesquisa (SILVEIRA, 2004; ALMEIDA; SANTOS, 2008):

$$DESEMP_i = \beta_1 * IGOV_i + \beta_2 * CONT_i + \beta_3 * ALAV_i + \beta_4 * TAM_i + \beta_5 * ADR_i + \beta_6 * BOV_i + \varepsilon_i$$

O modelo descrito nessa equação destina-se a identificar até que ponto as práticas de governança corporativa podem explicar o desempenho das companhias estatais federais listadas na Bovespa. Nesse caso, a variável desempenho (DESEMP) é estudada como dependente das variáveis explanatórias, incluindo-se aqui o próprio índice de governança, que foi determinado mediante a utilização de escalas já testadas pelos pesquisadores retrocitados.

Ademais, em virtude das conclusões apresentadas pelos estudos examinados na revisão bibliográfica, espera-se que os coeficientes evidenciem significância estatística e, ainda, que possuam os seguintes sinais:  $\beta_1$ ,  $\beta_5$  e  $\beta_6$  positivos; para  $\beta_2$ ,  $\beta_3$  e  $\beta_4$  as pesquisas não são conclusivas, por isso não há, *a priori*, um sinal esperado (SILVEIRA, 2004; ALMEIDA, 2008).

Informa-se adiante significado de cada variável adotada no presente estudo:

DESEMP – Variável de desempenho da *i-ésima* empresa: retorno sobre o patrimônio líquido (ROE), obtido no relatório anual publicado pelo DEST/MPOG denominado “Perfil das Estatais,” período 2005 - 2008;

IGOV – Variável de governança da *i-ésima* empresa: construído conforme escala adaptada de Silveira (2004), anteriormente relacionada;

CONT – Representa o percentual de ações ordinárias nas mãos do controlador. Registre-se que as ações em poder de fundos de pensão não foram consideradas como integrantes do bloco controlador, ou seja, as ações desses fundos não pertencem à União, embora o governo tenha influência na gestão dessas entidades. Essa informação foi coletada do relatório “Perfil das Estatais”;

ALAV – Grau de alavancagem da *i-ésima* empresa, também obtido junto ao relatório “Perfil das Estatais”, portanto não foi calculado pelo pesquisador;

TAM – Variável que representa o tamanho da *i-ésima* empresa. Foi determinado calculando-se o logaritmo Neperiano do ativo total de cada empresa para o período de 2005-2008;

ADR – Representa a emissão de títulos nas bolsas dos Estados Unidos (somente para empresas de capital aberto). Essa informação foi coletada junto aos relatórios de gestão de cada empresa da amostra, adotando-se 1 para a presença de ADR e 0 a inexistência desse papel. Após, para o cálculo estatístico, tomou-se a moda da variável;

BOV – Representa adesão aos níveis diferenciados de governança na BOVESPA (somente para empresas de capital aberto), adotando-se 1 para a presença da empresa nos níveis diferenciados e 0 para as organizações que estão em listagem diferenciada. Após, para o cálculo estatístico, tomou-se a moda da variável;

$e_i$  – Representa o erro aleatório da  $i$ -ésima empresa;

$\beta$  - É o coeficiente de cada variável.

O tratamento estatístico dos dados foi realizado mediante a execução da técnica estatística de regressão linear múltipla, com o uso do método dos mínimos quadrados ordinários, tudo operacionalizado no aplicativo *Statistical software for MS Excel (XL STAT)*. Segundo Hair *et al.* (1998, p.32), o uso da regressão múltipla é apropriado quando se tem uma variável dependente métrica – neste caso o índice de governança – relacionada a duas ou mais variáveis independentes métricas. Esses autores explicam que o objetivo da análise de regressão múltipla “[...] é prever as mudanças na variável dependente como respostas a mudanças nas variáveis independentes” (p.32).

As variáveis desempenho (DESEMP), controle (CONT), alavancagem (ALAV) e tamanho (TAM) foram tomadas pelas respectivas médias dos exercícios de 2005 a 2008, dado que o índice de governança corporativa (IGOV) foi calculado somente para o ano de 2008. Os critérios para determinação das demais, no caso ADR e BOV, já foram explicitados.

#### **4.6 Limitações da Pesquisa**

Não foi possível encontrar um indicador de desempenho econômico e financeiro que contemplasse, ao mesmo tempo, os dois grupos de organizações – listadas e não listadas em bolsas. Em grande medida, essa limitação decorreu da falta ou insuficiência de informações contábeis nos relatórios que algumas estatais não listadas disponibilizam em seus sítios eletrônicos. Igualmente, não foi possível trabalhar com medidas de valor a partir do mercado de capitais dado que um dos grupos de empresa pesquisados não está na bolsa de valores. Por isso a pesquisa com indicadores de desempenho restringiu-se às organizações controladas pela União que negociam papéis na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa).

A segunda limitação deste estudo diz respeito ao tamanho da amostra. Hair *et al.* (1998, p.522) explicam que o Qui-Quadrado, utilizado na pesquisa para verificar a intensidade de relacionamento entre as variáveis dependentes e explanatórias é bastante sensível ao tamanho da amostra, seja ela grande ou pequena. No presente caso, o conjunto de entidades

estudado com essa finalidade tem uma amostra com apenas (5) cinco organizações. No caso, o principal relacionamento examinado foi entre a qualidade da governança, medida por um índice adaptado da literatura – o IGOV – e o desempenho, representado pelo Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE), que ficou com médias superiores a 10% (dez por cento) em quatro das 5 (cinco) corporações no período 2005-2008. Contudo, numa delas (Eletrobrás), o ROE teve média de apenas 2,7% (dois vírgula sete por cento). Esse foi, possivelmente, o fato que a relação negativa entre as duas principais variáveis.

Por último, ressalve-se que a utilização das variáveis desempenho (DESEMP), controle (CONT), alavancagem (ALAV) e tamanho (TAM) pelas respectivas médias dos exercícios de 2005 a 2008 pode, também, constituir-se num limitador do presente estudo, visto que num horizonte de quatro anos o cenário econômico pode sofrer mudanças significativas e que não necessariamente serão bem representadas pela média.

## **5 DADOS E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS**

### **5.1 Indicadores das Práticas de Governança Corporativa**

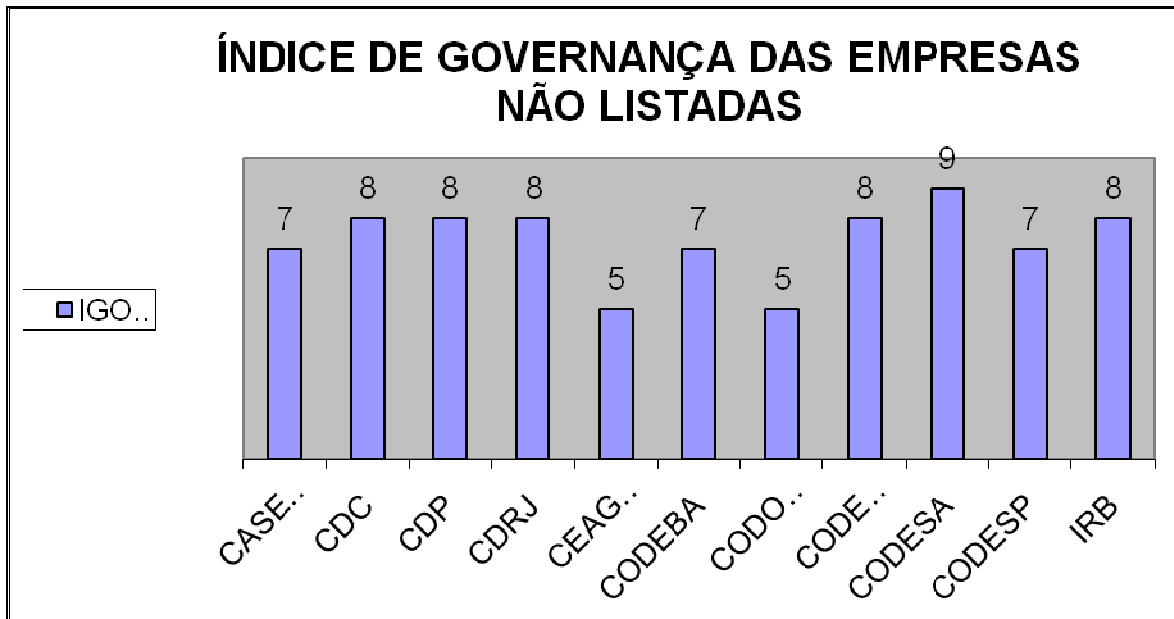
Para maior clareza, este tópico encontra-se dividido em duas partes: a primeira contém a análise das estatísticas descritivas calculadas para as empresas que não tem ações negociadas na Bovespa e a segunda examinará os resultados apresentados pelas organizações listadas na bolsa.

#### **5.1.1 Empresas não Listadas na Bolsa de Valores de São Paulo**

A tabela 4, que representa a escala do Índice de Governança das Empresas Não Listadas (IGOVNL) em percentuais por pergunta, encontra-se dividida em três dimensões de governança corporativa, em conformidade com as premissas defendidas pela literatura especializada (IBGC, OCDE e os autores nacionais e estrangeiros citados). Assim, as questões estão distribuídas da seguinte forma:

- Transparência (1 a 6);
- Composição e Funcionamento do Conselho de Administração (7 a 10 );
- Controle e Conduta (11 a 13).

Na figura 6 são apresentados os índices de governança corporativa apurados para cada uma das empresas estatais federais de economia mista não listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa). Na sequência consta uma análise de ordem mais geral (máxima, média e mínima pontuação no índice) e, após, são destacadas as considerações por pergunta e por dimensão de governança.



**Figura 6 – Índice de governança das empresas não listadas.**

Fonte: Elaborada pelo autor.

Importante observar que o limite superior do IGOVNL é 13, no entanto o índice máximo atingido foi de 9, que corresponde a 69% (sessenta e nove por cento), no caso pela Companhia Docas do Espírito Santo (CODESP). Oito das 11 (onze) organizações apresentaram os indicadores 7 e 8. A média ficou em 5,38% (cinco vírgula trinta e oito por cento), apenas.

Cabe aqui uma comparação com semelhante estudo realizado por Almeida em 2008. Nesse trabalho, o autor analisou 101 empresas privadas não listadas em bolsa, utilizando uma escala com 14 de pontuação máxima (ninguém atingiu 14). O autor afirma que a maior parte das entidades pontuou 6 e 7 no ano de 2007.

Sendo assim, o índice de governança encontrado nas empresas estatais federais pesquisadas é semelhante ao da iniciativa privada. Contudo, cabe ressaltar que não se pode inferir nada quanto ao universo das estatais da União, tendo em vista que foram examinadas apenas as constituídas sob a forma de sociedades de economia mista, restando afastadas um grande número de organizações estruturadas sob a forma de empresas públicas (Caixa Econômica Federal, Correios, Embrapa e outras).

Conforme definido no item 4.4.1, a tabela 1 adiante informa o percentual das companhias pesquisadas cujas respostas pontuaram em cada uma das perguntas do IGOVNL,



propiciando uma análise por dimensão de governança para as estatais federais não listadas na Bovespa.

**Tabela 1 – Percentual de empresas c/ respostas “sim” no IGOV – Não Listadas**

#	Perguntas para a construção do Índice de Governança Corporativa – Empresas Estatais Não Listadas na Bovespa	Percentual de empresas com respostas consideradas “sim”
1	É possível obter o Relatório Anual da empresa por meio da Internet?	100%
2	A companhia utiliza métodos internacionais de contabilidade em padrão IFRS?	0,0%
3	Não houve necessidade de contato direto com a companhia para obtenção de Informações sobre a empresa?	81,81%
4	A companhia apresenta no seu <i>website</i> ou nas informações anuais informações (IAN) sobre a remuneração do diretor geral e dos membros do conselho?	90,9%
5	É possível encontrar no website da empresa o parecer do Sistema de Controle Interno Federal sobre suas contas anuais (Decreto n.º 3.591/2000)?	36,36%
6	As empresas apresentam nos seus <i>websites</i> a página Transparência Pública (Decreto n.º 5.482/2005)?	90,9%
7	O presidente do conselho e o diretor geral da empresa são pessoas diferentes?	81,81%
8	O conselho é claramente composto por conselheiros externos e possivelmente independentes (não ligados aos controladores)?	0,0%
9	O conselho possui entre 5 e 9 membros, conforme recomenda o código do IBGC?	100%
10	Os membros do conselho têm mandato de um ano, conforme recomenda o Código do IBGC?	0,0%
11	O grupo controlador, considerando os acordos de acionistas, possui menos de 50% das ações com direito a voto?	0,0%
12	A porcentagem das ações sem direito a votos é menor que 20% do total do capital?	45,45%
13	O controle da companhia é direto?	100%

Fonte: Elaborada pelo autor.

As questões de 1 a 6 referem-se à dimensão transparência. Em virtude dos percentuais apurados, merecem comentários as perguntas de números 1, 2 e 5. Na primeira, percebe-se que foi possível obter o Relatório Anual de todas as empresas pesquisadas nos respectivos sítios eletrônicos. É um fato positivo, dado que permite o acesso de toda a sociedade aos demonstrativos contábeis e considerações da diretoria dessas organizações.

Em contraste, não se obteve resposta positiva para ao segundo questionamento. Não se vislumbrou nenhum indicativo nos relatórios no sentido de que essas empresas estejam adotando padrões internacionais de contabilidade. Consta no sítio eletrônico do Conselho Federal de Contabilidade (CFC) que o Brasil está se organizando para aderir a esses padrões, de forma a conferir maior transparência à contabilidade empresarial local, além de facilitar a convergência dos relatórios contábeis das companhias brasileiras às normas externas no momento de se pleitear crédito externo, por exemplo. Portanto, trata-se de um ponto desfavorável.

O acesso ao parecer de auditoria emitido pelo Sistema de Controle Interno do Poder Executivo Federal, uma exigência do Decreto n.º 3.591/2000, somente foi possível em pouco mais de 36% (trinta e seis por cento) dos casos junto aos respectivos sítios eletrônicos. Ou seja, é desejável que as empresas estatais publiquem o parecer da auditoria juntamente com o Relatório Anual da Administração.

Nas outras três perguntas da dimensão transparência o percentual de respostas positivas fixou-se num patamar superior a 80% (oitenta por cento). Assim, a governança dessas empresas deve ser aprimorada no quesito transparência.

A segunda dimensão da escala aborda a composição e o funcionamento do Conselho de Administração por meio das indagações de números 7 a 10. Destaque-se, inicialmente, a pergunta n.º 8: *O conselho é claramente composto por conselheiros externos e possivelmente independentes (não ligados aos controladores)?* Importa, pois, lembrar que o conselheiro externo é aquele que, no momento, não tem vínculo empregatício com a organização, tais como: ex-diretores, ex-empregados e acionistas. Já os conselheiros independentes são selecionados no mercado mediante processo seletivo formal, com qualificação e remuneração predeterminadas (IBGC, 2009, p.36-53).

Respeitando-se tais definições, procurou-se identificar nos estatutos das companhias e na legislação federal pertinentes dispositivos que assegurem a contratação de conselheiros com esse perfil, no entanto nenhum caso foi encontrado nas empresas federais de economia mista que não negociam ações na Bovespa pesquisadas. É de notar que a ausência desse critério pode estar fragilizando o órgão máximo da governança dessas entidades. Conforme já referido neste trabalho, uma presença maior de conselheiros externos tende a gerar mais transparência e, conseqüentemente, melhor governança (LANZANA, 2004).

Prosseguindo, o estudo revelou também que a questão 10 da escala não encontra respaldo nos normativos das empresas pesquisadas. A pergunta é: *Os membros do conselho têm mandato de um ano, conforme recomenda o Código do IBGC?* Enfatize-se que, embora a referência seja ao IBGC, a OCDE (2004) também dispõe de recomendação nesse sentido.

As outras duas questões dessa dimensão foram atendidas por mais de 80% (oitenta por cento) das companhias da amostra. De qualquer forma, resta demonstrado que o Estado Federal precisa aprimorar esse aspecto da governança de suas propriedades dado que o Conselho de Administração é o centro das decisões estratégicas do negócio.

Com relação às últimas três perguntas da escala, que tratam de controle acionário e conduta, constatou-se que as de números 11 e 12 apresentaram baixos percentuais de

ocorrência – zero e 45,45% respectivamente. Os percentuais de controle em posse do governo federal nessas empresas aproxima-se da totalidade, de forma que não há se falar em acordo de acionista, por exemplo (questão 11). A propósito, pelo mesmo motivo, a porcentagem de ações sem direito a voto torna-se igualmente uma informação de pouca utilidade.

Sendo assim, dado a configuração de controle – altamente concentrado nas mãos da União -, uma discussão possível aqui seria verificar a possibilidade de o controlador abrir o capital dessas empresas na bolsa de valores. Isso poderá resultar em duplo benefício: por um lado capitalizam-se organizações, sem endividamento; por outro, expõe-se a propriedade às exigências de transparência do mercado, aprimorando-se a governança e a lucratividade.

### 5.1.2 Empresas Listadas na Bolsa de Valores de São Paulo

O Índice de Governança das Empresas Listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) está representado em percentuais por questão na tabela 3. Essa tabela representa, portanto, a escala constitutiva do IGOV e encontra-se dividida em quatro dimensões de governança corporativa, em conformidade com as premissas defendidas pela literatura especializada (IBGC, OCDE e os autores nacionais e estrangeiros citados). Assim, as questões estão distribuídas da seguinte forma:

- Acesso às Informações (1 a 5);
- Conteúdo das Informações Públicas (6 a 12);
- Estrutura do Conselho de Administração (13 a 16);
- Estrutura de Propriedade e Controle (17 a 19).

Na tabela 2 são apresentados os índices de governança corporativa apurados para cada uma das empresas estatais federais de economia mista listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa). Em seguida, tem-se uma análise conjunta dos dados informados em ambas as tabelas (5 e 6), destacando-se as considerações por pergunta e por dimensão de governança.

**Tabela 2 – Índice de Governança das Empresas Estatais Listadas.**

#	Empresa	IGOV
1	BANCO DO BRASIL	18
2	BASA	14
3	BNB	12
4	ELETROBRÁS	16
5	PETROBRÁS	16

Fonte: Elaborada pelo autor.

Considerando a configuração da escala (0 a 19), o Índice de Governança Corporativa para as empresas listadas na Bovespa (IGOV) poderia, no limite, atingir a 19 (dezenove), porém quem mais se aproximou foi o Banco do Brasil com IGOV 18, correspondente a aproximadamente 95% (noventa e cinco por cento), sendo que o Banco do Nordeste apresentou índice 12, o menor. As empresas Eletrobrás e Petrobrás ficaram com IGOV 16, que também é um bom indicador.

Uma possível explicação para as três maiores companhias estatais terem apresentado os melhores índices é a maior exposição que elas têm no mercado em geral, ou seja, nacional e internacional. Assim, as forças externas - investidores institucionais, agências de rating, reguladores - citadas por Andrade e Rossetti (2006, p.557), influenciam diuturnamente a qualidade da governança dessas organizações, contribuindo para a sua melhoria.

Registre-se que a qualidade da governança apontada pelo IGOV das estatais listadas é compatível com os resultados encontrados por Silveira (2004) para as 161 (cento e sessenta e uma) principais empresas registradas na Bovespa. Pode-se concluir, então, que mesmo o governo federal não possuindo um marco regulatório sobre a governança de suas propriedades, aquelas que concorrem globalmente tiveram de adequar seus estatutos e práticas, conformando-se às regras de mercado e atingindo semelhante nível de governança das grandes companhias privadas.

A tabela 3 informa o percentual das companhias pesquisadas cujas respostas pontuaram em cada uma das perguntas do IGOV, o que permite uma análise por dimensão de governança também para as estatais federais listadas na Bovespa.

**Tabela 3 - Percentual de empresas c/ respostas “sim” no IGOV.**

#	Perguntas para a construção do Índice de Governança Corporativa	Percentual de empresas com respostas consideradas “sim”
1	É possível obter o Relatório Anual (RA) da companhia via Internet?	100%
2	O <i>website</i> dispõe de documentos relativos a governança corporativa?	100%
3	O <i>website</i> dispõe de apresentações para analistas ou dados que possibilitem projeções operacionais e financeiras da empresa?	60%
4	O <i>website</i> é bilíngüe e possui uma seção de Relações com Investidores?	100%
5	Não houve necessidade de contato direto com a companhia para obtenção de Informações sobre a empresa?	100%
6	É possível encontrar no website da empresa o parecer do Sistema de Controle Interno Federal sobre suas contas anuais (Decreto n.º 3.591/2000)?	40%
7	As empresas apresentam nos seus <i>websites</i> a página Transparência Pública (Decreto n.º 5.482/2005)?	80%
8	O RA inclui uma seção específica dedicada à implementação de princípios de Governança Corporativa?	100%

9	Os demonstrativos são apresentados em padrão IFRS?	60%
10	O RA, <i>website</i> ou algum outro documento inclui uma seção com estimativas de lucros ou projeções de retornos financeiros (ROA, ROE, etc)?	40%
11	O RA, <i>website</i> ou algum outro documento corporativo apresenta o valor adicionado/destruído pelo negócio no período com base em alguma medida De lucro econômico?	100%
12	O Relatório Anual ou website explica a remuneração global dos dirigentes (executivos e conselheiros)	100%
13	Os cargos de Diretor Executivo e Presidente do conselho de administração são ocupados por pessoas diferentes?	100%
14	A empresa possui um conselho de administração com 5 a 9 membros?	100%
15	Mais do que 80% do conselho de administração é composto por conselheiros externos?	100%
16	O conselho de administração possui mandato unificado de um ano?	60%
17	A empresa emite apenas ações com direito a voto (ON)?	40%
18	As ações preferenciais correspondem a menos que 50% do total de ações?	100%
19	O(s) controlador(es) possui(em) menos do que 70% do total de ações Ordinárias?	40%

Fonte: Elaborada pelo autor.

Quanto ao acesso às informações, os resultados são positivos, considerando não houve dificuldade de encontrar os relatórios e documentos de governança das empresas da amostra na rede mundial de computadores. Nesse sentido, apenas a pergunta n.º 3 não atingiu os 100% (cem por cento) de retorno esperado, ficando estacionado em 60% (sessenta por cento). Esse questionamento refere-se à disponibilidade ou não de apresentações para analistas de mercado no sítio eletrônico das organizações estudadas, bem como de projeções de naturezas operacional e financeira.

Sobre o conteúdo das informações públicas, o diagnóstico é igualmente favorável, visto que três das seis questões alcançaram pontuação máxima (100%). Significa que as cinco empresas pesquisadas incluem nos seus Relatórios Anuais da Administração uma seção sobre a implementação dos princípios de governança, informam o lucro/valor adicionado pelos negócios e explicam, mesmo que sucintamente, como se faz a remuneração global de seus dirigentes (executivos e conselheiros).

Por outro lado, as questões com os menores índices de respostas positivas foram as de números 6 e 10. Dessa forma, em apenas 40% (quarenta por cento) dos sítios eletrônicos pesquisados foi possível obter o parecer de auditoria emitido pelo Sistema de Controle Interno do Poder Executivo Federal. Do mesmo modo, somente em 40% (quarenta por cento) dos endereços eletrônicos vistos foi possível identificar documentos que fornecem projeções de lucros/retornos financeiros das respectivas companhias. Ressalve-se, porém, que as instituições financeiras, que são três neste estudo, não costumam publicizar projeções de

lucros. Portanto, em geral, o conteúdo das informações públicas guarda conformidade com o recomendado pela literatura pertinente.

A dimensão que avalia a estrutura do conselho de administração indicou que os estatutos das estatais listadas estão em consonância com as melhores práticas de governança sancionadas pelo mercado, haja vista que três das quatro perguntas obtiveram 100% (cem por cento) de respostas positivas. Ou seja, os conselhos de administração compõem-se de 5 a 9 membros; o presidente do conselho de administração não é o principal executivo dessas organizações e mais de 80% (oitenta por cento) dos conselheiros são externos às respectivas entidades.

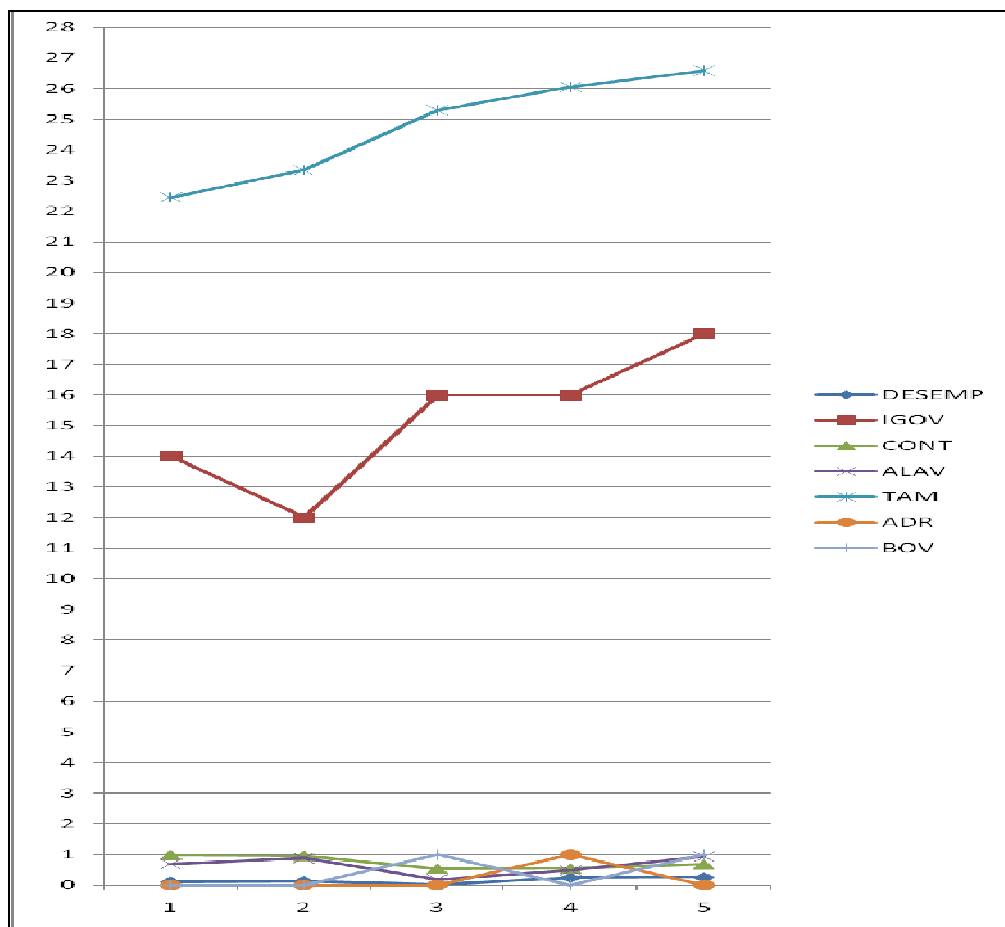
Ainda nessa dimensão, registre-se que o quesito n.º 16 foi observado em apenas três das cinco empresas da amostra. Significa, pois, que a unificação do mandato de conselheiro de administração em um ano, recomendado pela literatura, ainda não é uma regra geral nas estatais. Contudo, em geral, a avaliação dessa dimensão de governança é amplamente positiva.

Concluindo a análise dos resultados observados nessa escala, chega-se à dimensão que trata da estrutura de propriedade e controle (itens de números 17 a 19). Aqui, obteve-se a avaliação máxima numa questão (18) e 40% (quarenta por cento) nas outras duas (17 e 19). Na prática, somente duas das cinco companhias emitem apenas ações ordinárias e, igualmente, em duas o controlador (a União) possui menos de 70% (setenta por cento) das ações de controle, as ordinárias. Acredita-se que uma forte concentração do controle pode facilitar a expropriação dos acionistas minoritários (FAMA e JENSEN, 1993; WANG e XU, 1999; SILVEIRA, 2004).

## **5.2 Relação entre Governança, Desempenho e Demais Variáveis**

Após a utilização do modelo descrito no item 4.5 deste trabalho, fez-se o tratamento estatístico dos dados com o uso de regressão linear múltipla, aplicando-se o Método dos Mínimos Quadrados Ordinários. O relatório geral foi gerado no aplicativo *Statistical software for MS Excel (XL STAT)*, versão 7.5.

A figura 7 representa o comportamento individual das variáveis desempenho, governança, controle, alavancagem, tamanho, ADR e BOV no período estudado, qual seja, 2005-2008.



**Figura 7 – Comportamento das variáveis explanatórias em função do desempenho**

Fonte: Elaborada pelo autor.

Para se atingir esses resultados importa informar que desempenho (DESEMP), alavancagem (ALAV) e controle (CONT), tomados pela média, encontram-se em forma percentual, variando assim entre 0 e 1, por isso as linhas estão na parte inferior da figura. Emissão ou não de ADR (ADR) e participação ou não nos segmentos de listagens diferenciadas da Bovespa (BOV) foram adotados pela moda estatística, de forma binária, sendo 1 para o sim e 0 para o não. O índice de governança (IGOV) originou-se da escala com 19 (dezenove) perguntas e o tamanho das empresas (TAM) é o logaritmo neperiano da média do ativo total de cada companhia. Os dados resumidos encontram-se na tabela 4.

**Tabela 4 – Dados das Empresas Federais Listadas na Bovespa**

EMPRESA	ANO	DESEMP	CONT	ALAV	TAM	ADR	BOV
PETROBRÁS	2005	0,29	0,53713	0,48	25,76	1	0
	2006	0,26	0,55713	0,45	25,91	1	0
	2007	0,19	0,55713	0,45	26,07	1	0
	2008	0,25	0,55713	0,54	26,46	1	0
ELETROBRÁS							

	2005	0,01	0,53994	0,17	25,23	0	0
	2006	0,01	0,53994	0,17	25,26	0	1
	2007	0,02	0,53994	0,17	25,29	0	1
	2008	0,07	0,53994	0,22	25,42	0	1
<b>BCO. DO BRASIL</b>							
	2005	0,25	0,72140	0,93	26,29	0	0
	2006	0,29	0,68674	0,93	26,44	0	1
	2007	0,21	0,67059	0,93	26,63	0	1
	2008	0,29	0,65603	0,94	26,98	0	1
<b>BASA</b>							
	2005	0,15	0,96922	0,63	22,21	0	0
	2006	0,10	0,96922	0,67	22,36	0	0
	2007	0,10	0,96922	0,71	22,53	0	0
	2008	0,11	0,98620	0,74	22,70	0	0
<b>BNB</b>							
	2005	0,11	0,96103	0,89	23,25	0	0
	2006	0,13	0,96103	0,88	23,24	0	0
	2007	0,08	0,96103	0,89	23,37	0	0
	2008	0,23	0,96103	0,89	23,50	0	0

Fonte: Elaborada pelo autor.

A análise individualizada, porém, será iniciada pela verificação da existência ou não de relação entre o desempenho econômico e financeiro e a governança corporativa das empresas controladas pelo governo federal que negociam ações na Bolsa de Valores do Estado de São Paulo (Bovespa), visto tratar-se do principal objetivo deste estudo.

Nesse sentido, a tabela 5 demonstra como a variável dependente Índice de Governança Corporativa das Empresas Federais Listadas na Bovespa (IGOV – Listadas) relaciona-se com o desempenho (DESEMP), medido pelo Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE), bem com as demais variáveis explanatórias, que são: o controle (CONT), a alavancagem (ALAV), o tamanho (TAM), emissão ou não de ADR (ADR) e a cotação ou não nas listagens diferenciadas da bolsa (BOV).

**Tabela 5 – Relação entre as variáveis de desempenho e a qualidade da governança**

<b>Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE)</b>							
	IGOV	CONT	ALAV	TAM	ADR	BOV	$\epsilon_i$
$\beta$	- 0,036	0,291	-0,008	0,176	0,036	- 0,082	0,05
Observações	5	5	5	5	5	5	5
<b>R<sup>2</sup> Ajustado: 1,000</b>							

Fonte: Elaborada pelo autor.

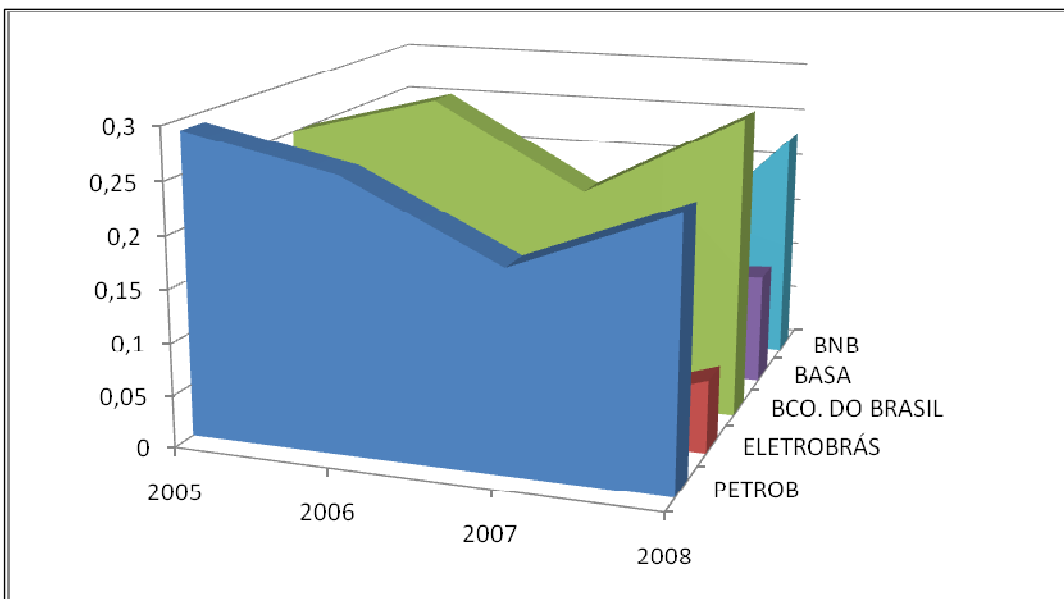


As práticas de governança corporativa, representadas pelo IGOVL, não apresentaram relação estatisticamente significativa com o desempenho empresarial, ao contrário do que era esperado com base na literatura consultada (OKIMURA, 2003; SILVEIRA, 2004; ALMEIDA, 2008; ZHANG *et. al.*, 2008). Informe-se, porém que, Silveira (2004), em sua tese de doutoramento, já havia concluído que os dados de 161 empresas listadas na Bovespa também não confirmaram estatisticamente influência significativa das práticas de governança no desempenho econômico e financeiro da amostra estudada.

Note-se que não há homogeneidade entre as empresas pesquisadas, sendo que três são instituições financeiras – Banco do Brasil (BB), Banco do Nordeste (BNB) e Banco da Amazônia (BASA) -, uma atua no ramo de produção e distribuição de petróleo e gás, a Petrobrás; e a é *holding* de um sistema de geração e distribuição de energia elétrica. É natural que estejam sob diferentes exigências regulatórias e que tenham padrões diferenciados de rentabilidade e de endividamento. Assim, o estudo agrupado dessas companhias tão heterogêneas pode conduzir a resultados diferentes do esperado. Vale dizer, ainda, que é necessário compreender a importância do Qui-Quadrado ( $R^2$ ) para pesquisas que, como esta, adotam a regressão múltipla. Ele é o coeficiente de determinação, ou seja, destina-se a mensurar a parcela de uma variável ( $y$ ) que é explicada por uma variável ( $x$ ). Nas palavras de Figueira, trata-se de um indicador *que* “[...] evidencia a intensidade da relação entre duas variáveis (p.2).”

Ainda nesse sentido, Hair *et. al.* (1998, p.522) alertam que o  $R^2$  é uma medida muito sensível a diferenças de tamanho amostral, seja para pequenas amostras, seja para grandes amostras. No presente caso, trabalha-se com apenas cinco companhias, e embora este seja praticamente o universo das estatais federais na Bovespa, já que apenas a Telebrás ficou de fora, qualquer componente que apresente dados muito diferentes poderá desvirtuar o resultado final. A propósito, essa questão é uma das limitações deste estudo.

A figura 8 é ilustrativa do comportamento do desempenho ano a ano das empresas federais listadas na bolsa. Observe que Banco do Brasil e Petrobrás isolam-se num patamar superior de rentabilidade. Em seguida, surgem os outros dois bancos: Banco do Nordeste e Banco da Amazônia. Por último, aparece a Eletrobrás, corroborando parte da explicação anterior.



**Figura 8 - Desempenho comparado das empresas estatais listadas (2005-2008).**

Fonte: Elaborada pelo autor.

A variável controle (CONT), por sua vez, influenciou positivamente no desempenho. A literatura não é conclusiva sobre o sinal desse item. Silveira (2004, p.87) esclarece que a concentração do direito de controle tanto pode piorar os níveis da GC, como podem levar a empresa a adotar melhores práticas para compensar a possibilidade de expropriação dos minoritários. Dois casos observados são exemplificativos dessa tese: A União possui, na média, 54% das ações com direito a voto na Eletrobrás e seu desempenho foi o pior da amostra (média de 2,7%). No Basa, o governo detém mais de 97% do controle e o desempenho médio foi de 11,5%. Acrescente-se que Zhang et. al. (2008, p.190-198) encontrou relação negativa dessas variáveis no estudo das estatais chinesas.

Sobre alavancagem e tamanho, a literatura aponta para comportamentos indefinidos, ou seja, não se observam padrões consistentes, assim como o controle. Neste estudo, percebe-se na tabela 5 que a primeira impactou negativamente o desempenho, enquanto a segunda contribuiu favoravelmente. Silveira (2004, p.86) defende que, se por um lado as empresas maiores tendem a investir mais em boas práticas de governança por terem maiores custos de agência, por outro, as organizações menores precisarão de capital para crescer e demandarão melhor governança. Portanto, em vista da explicação anterior, não há uma regra geral para os sinais das relações de alavancagem e tamanho no que tange a desempenho. Assim, por exemplos, Petrobrás, Banco do Brasil e Eletrobrás são entidades de portes semelhantes em termos de Ativo Total, que é o critério da pesquisa. Demonstraram índices de alavancagem

muito distintos (48%, 93% e 22%, respectivamente). Apesar disso, a Eletrobrás, que é a menos alavancada e de menor porte dentre as três, apresentou o pior desempenho.

Com relação à emissão de títulos mobiliários no mercado dos Estados Unidos, os *American Depositary Receipts* (ADR), espera-se que as companhias que o fazem tenham melhores indicadores de governança, graças à rigidez normativa daquele país e, por conseguinte, melhor desempenho. Vale o mesmo raciocínio para organizações registradas nos níveis diferenciados de governança da Bovespa, aqui representados pela variável BOV. Os resultados indicaram que a primeira influencia positivamente o desempenho das estatais – a Petrobrás tinha ADR no período pesquisado, 2005-2008 – e a segunda negativamente.

Uma possível explicação para a variável BOV ter impactado de forma negativa o desempenho das estatais é, mais uma vez, o fraco desempenho individual da Eletrobrás (2,7%), contra os 26% do Banco do Brasil, já que são estas as únicas estatais federais registradas nos níveis diferenciados de listagem da bolsa. Além disso, tem-se o fator tamanho da amostra (pequeno), que é um limitador para pesquisas com esse tipo de tratamento estatístico, conforme já foi explanado. De todo modo, La Porta *et. al.*, 2000, p.32, explicam que, ao criar segmentos de listagens diferenciados, a bolsa tenta compensar a existência de um Poder Judiciário fraco e/ou a inexistência de um marco regulatório. Com isso, busca oferecer mais segurança e transparência para o investidor.

Diante disso, feitas as análises e considerações variável por variável, torna-se possível emitir opiniões conclusivas, bem como recomendações que visem à melhoria do processo de governança corporativa das empresas controladas pelo governo federal, além de sugerir novos estudos sobre o tema.

## 6 CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES

A realização desta pesquisa orientou-se pelo objetivo geral de identificar e analisar o relacionamento entre as práticas de governança corporativa vigentes nas empresas estatais de economia mista, controladas pela União, dividindo-as em listadas e não listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa), e o desempenho econômico e financeiro médio apresentado especificamente por cada uma das companhias listadas no período 2005-2008. Este objetivo foi alcançado visto que foi possível levantar as principais práticas de governança adotadas por essas organizações, elaborando-se um índice para cada empresa. Ainda, no caso das estatais listadas na bolsa não foi encontrada relação estatisticamente significativa entre o desempenho e a governança.

Uma possível explicação para isso pode ser consequência da combinação de duas situações, a saber: primeira, os Bancos da Amazônia (BASA) e do Nordeste (BNB) apresentaram rentabilidade média de 11,5% e 13,7%, respectivamente e os menores índices de governança (12 e 14, respectivamente, de 19 pontos possíveis) e, de outro, a Eletrobrás demonstrou boa governança (16 pontos dos mesmos 19 possíveis), porém obteve retornos médios baixos, de 2,7%. Segunda, a existência de significativa diferença na qualidade da governança entre as empresas federais que estão na Bovespa e as não listadas, sendo que o primeiro grupo alcançou a média de 80% da pontuação possível no IGOV, enquanto o conjunto das companhias não listadas registrou média de 56% no IGOVNL.

Outro fator que pode ter influenciado no referido resultado é de ordem estatística, cujo coeficiente de determinação utilizado (o Qui-Quadrado) é sensível a pequenas e grandes amostras. Nesse caso, a amostra de empresas listadas na Bovespa tem apenas cinco itens. Ressalte-se que essa questão foi considerada como limitador do presente estudo, conforme descrito no item 4.6. Sendo assim, esse resultado deve ser visto no contexto da amostra e dentro do período analisado. Ou seja, como foi adotada uma amostra não probabilística, os achados não podem ser generalizados para a população como um todo.

Percebeu-se, porém, que mais conclusões, comparações e recomendações são factíveis a partir desta pesquisa. Assim, tomando-se por base as conclusões de um estudo conduzido por Almeida (2008), em que foram estudadas mais de 100 empresas privadas, pode-se afirmar que as organizações federais não listadas, que foram examinadas na presente pesquisa, apresentam qualidade de governança compatível com aquelas verificadas no setor privado.

Resultado semelhante pode ser observado quando se compara os indicadores de governança apurados neste trabalho para as empresas listadas na Bovespa com que foi obtido por Silveira (2004) com sociedades públicas e privadas que negociam na mesma bolsa. Banco do Brasil, Petrobrás e Eletrobrás apresentam qualidade de governança superior a 80% (oitenta por cento) da pontuação possível.

Por outro lado, a análise da escala realizada por dimensão de governança nas estatais que estão fora da bolsa evidenciou que é possível aumentar o acesso às informações, por exemplo, disponibilizando o parecer de auditoria na internet; aprimorar o funcionamento do conselho de administração, por exemplo, unificando o prazo dos mandatos em um ano; e abrir, na medida do possível, o capital das principais empresas, inclusive como forma de baratear o custo de capital, submetê-las às forças externas de controle, tornando-as mais transparentes.

No mesmo sentido, pode-se afirmar que a qualidade da governança dos dois grupos de estatais pesquisados é bastante diferente. Perceba-se que as estatais não listadas atingiram uma média de 7,27 (sete vírgula vinte e sete) pontos, que numa escala vai a 13 corresponde a 56%. Na outra ponta, as estatais que se encontram na bolsa alcançaram a média 15,2 (quinze vírgula dois) pontos de 19 pontos possíveis. Isso representa 80 %. Portanto, é desejável que a União invista na melhoria das práticas de governança em geral, mas principalmente naquelas companhias que não negociam ações no mercado de capitais.

Outro importante resultado proporcionado pela observação conjunta das práticas de governança recomendadas pela literatura com o que efetivamente se pratica no âmbito do governo central do Brasil diz respeito à administração da propriedade, ou seja, como o Estado age no papel de empresário controlador de 114 organizações (MPOG, 2008). Percebeu-se, assim, que o país não dispõe de um marco regulatório para a condução dos negócios estatais, apesar da enorme importância que tais companhias ainda exercem na economia pátria.

De fato, no caso brasileiro, embora quase toda a infraestrutura portuária, rodoviária, aeroportuária, de transportes, de energia elétrica, além de petróleo e gás, permaneça nas mãos do poder público, as normas sobre governança são embrionárias e frágeis, posto que assentam-se sobre decretos (alteráveis sem necessitar do p. Como se viu ao longo deste trabalho, as normas existentes tratam de:

- Criação da CGPAR – Comissão Interministerial de Governança Corporativa e de Administração de Participações Societárias da União (Decreto n.º 6.021/2007). Trata-se de uma norma que pode ser revogada a qualquer tempo pelo Poder Executivo, já

que é um decreto. Uma lei seria mais estável e, certamente, mais abrangente, posto que poderia incorporar contribuições do Parlamento e da sociedade em geral durante o processo de consulta pública.

- Decreto n.º 757/1993. Dispõe sobre quais ministérios podem indicar conselheiros de administração e fiscal, bem como fixa o número máximo de diretores por empresa estatal federal.

Assim, sobram perguntas sem respostas como: de que forma os executivos e conselheiros das companhias controladas pela União são avaliados? Quem procede à entrevista ou análise de currículos para certificar que as pessoas indicadas pelos ministros e/ou partidos políticos possuem a experiência e a competência técnica necessárias para os cargos? Quais são os prazos de mandato para os dirigentes dessas organizações? E a educação continuada para conselheiros de administração, recomendada pela literatura, como fica nas estatais? Como lidar com os acionistas minoritários? O que fazer no caso de conflito de interesses? Portanto, há um conjunto de questionamentos muito importantes relativos à função propriedade que o marco legal vigente não consegue responder.

Sendo assim, é desejável que o Poder Executivo Federal tome a iniciativa de abrir uma ampla discussão com o Poder Legislativo e com a sociedade, com vistas a implementar melhorias no controle da propriedade estatal, bem como no processo de gestão desse importante conjunto de organizações. Além das questões já citadas, também merecem atenção as políticas de investimento, política salarial, inovação, tecnologia da informação e comunicação, educação corporativa, fundos de pensão e passivos atuariais, transparência, prestação de contas, imputação de punição a condutas vedadas, dentre outros pontos que poderão surgir ao longo desse debate.

Resta dizer, por fim, que este é um estudo limitado e, de certa forma, embrionário dado a escassez de bibliografia específica encontrada. Limitado porque as amostras foram pequenas e consideraram apenas sociedades de economia mista, ou seja, não contemplaram as organizações públicas – Correios, Caixa Econômica Federal e Embrapa, por exemplos. Igualmente, não fizeram parte deste trabalho aquelas companhias que dependem do Tesouro Nacional para cobrir gastos de custeio (estatais dependentes), de que são exemplos a Companhia Nacional de Alimentação (CONAB) e a Companhia de Pesquisas e Recursos Minerais (CPRM). Portanto, recomenda-se a realização de estudos que incluam esse conjunto de empresas, inclusive no que se refere a transparência, processo de nomeação de dirigentes e conselheiros e sustentabilidade financeira.

## REFERÊNCIAS

ALMEIDA, Moisés Araújo; SANTOS, Josete Florêncio dos. **Relação entre variáveis endógenas e a qualidade das práticas de governança corporativa das empresas brasileiras de capital aberto não listadas em bolsa.** Revista de Informação Contábil. Vol.2, n.º 4, p.17-37, Out-Dez/2008.

ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José Paschoal. **Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências.** 2.ed. São Paulo: Atlas, 2006.

ANTUNES, Gustavo A.; MENDONÇA, Marke M. de; AZEVEDO, Filipe B.; ALENCAR, Roberta C. de. **Empresas estatais federais e empresas do novo mercado da Bovespa: um estudo comparativo acerca da qualidade da informação contábil utilizando dados em painel.** Disponível em: <<http://www.congressosp.fipecafi.org/artigos82008/430.pdf>>. Acesso em 16 Abr 2006.

BANCO MUNDIAL. **Novas fronteiras em governança e anticorrupção, 2001.** Disponível em: <<http://www.worldbank.org/wbi/governance>> Acesso em 21 de Junho 2009.

BBC Brasil.com. **Tamanho da fraude no société générale chocou operador que quebrou banco inglês.** Publicado em 25 de janeiro de 2008. Disponível em: <[http://www.bbc.co.uk/portuguese/reporterbbc/story/2008/01/080125\\_leesonentrevista\\_ba.shtml](http://www.bbc.co.uk/portuguese/reporterbbc/story/2008/01/080125_leesonentrevista_ba.shtml)> Acesso em 24 de Junho de 2010.

BORNHOLDT, Werner. **Governança na empresa familiar: implementação e prática.** Porto Alegre: Bookman, 2005.

BOVESPA – Bolsa de Valores do Estado de São Paulo. **Novo Mercado.** 12 f. Atualizado em fevereiro de 2006. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br>>. Acesso em 03 de Abril de 2007.

\_\_\_\_\_. **Nível 1 de Governança Corporativa.** 08 f. Atualizado em fevereiro de 2006. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br>>. Acesso em 03 de Abril de 2007.

\_\_\_\_\_. **Nível 2 de Governança Corporativa.** 12 f. Atualizado em fevereiro de 2006. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br>>. Acesso em 03 de Abril de 2007.

BRASIL. Ministério Público Federal. **Mensalão: pgr denuncia 40 pessoas.** Disponível em: <[http://www2.pgr.mpf.gov.br/noticias-do-site/imprensa-e\\_original/criminal/mensalao-20060411](http://www2.pgr.mpf.gov.br/noticias-do-site/imprensa-e_original/criminal/mensalao-20060411)>. Acesso em 20 de Junho de 2009.

\_\_\_\_\_. **Decreto n.º 6.021, de 22 de janeiro de 2007.** Institui a Comissão Interministerial de Governança Corporativa e de Administração de Participações Societárias da União – CGPAR.

\_\_\_\_\_. **Decreto n.º 3.591, de 06 de setembro de 2000.** Dispõe sobre o Sistema de Controle Interno do Poder Executivo Federal e dá outras providências.

\_\_\_\_\_. **Decreto n.º 5.482, de 30 de junho de 2005.** Dispõe sobre a divulgação de dados e informações pelos órgãos e entidades da administração pública federal, por meio da Rede Mundial de Computadores - Internet.

\_\_\_\_\_. Congresso Nacional. **Relatório Final dos Trabalhos da “CPMI” dos Correios.** Disponível em: <<http://www.senado.gov.br>>. Acesso em 21 de Junho de 2009.

\_\_\_\_\_. Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão. **Perfil das Empresas Estatais, 2008.** Brasília: MP/SE/DEST, 2009. 305 p.

\_\_\_\_\_. Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão. **Perfil das Empresas Estatais, 2009.** Brasília: MP/SE/DEST, 2010. 324 p.

\_\_\_\_\_. Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão. **Corporate Governance of State-Owned Enterprises: An OCDE Perspective** (Daniel Blume). Brasília, novembro de 2005. Disponível em: <[http://www.mp.gov.br/link\\_secretaria.asp?cod=278&cat=317&sec=4&sub](http://www.mp.gov.br/link_secretaria.asp?cod=278&cat=317&sec=4&sub)> Acesso em 13 de Junho de 2010.

BRETTAS, Luiz Alberto de Melo. **Reforma do estado e empresas estatais brasileiras: Antecedentes e proposta de um modelo de Governança corporativa para a gestão das estatais Federais do setor não financeiro.** Tese (Doutorado em Administração). Universidade Federal do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro, 2007.

CHAPARRO, César Alejandro Ramírez e JIMÉNEZ, William Guillermo. Estructuras de governanza y niveles de gobernabilidad em bogotá d.c.: el caso de la política de empleo. **Revista de Investigaciones Políticas y Sociológicas**, ano/vol.6, n.º 001. Universidade de Santiago de Compostela. Santiago de Compostela, España: 2007, pp. 113-127.

COFFE JR., John C. **A theory of corporate scandals: why the us an Europe differ.** *Columbia Law and Economics Working Paper* n.º 274. Disponível em: <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=694581](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=694581)> Acesso em 19 de Junho de 2010.

CONTAS ABERTAS. **Notícias.** Disponível em: <[http://contasabertas.uol.com.br/noticias/detalhes\\_noticias.asp?auto=2541](http://contasabertas.uol.com.br/noticias/detalhes_noticias.asp?auto=2541)>. Acesso em 08 de Abril de 2010.

CVM – COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Recomendações sobre governança corporativa,** 2002. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 24 de Junho de 2010.

DELOITTE TOUCHE TOHMATSU. **Lei sarbanes-oxley: guia para melhorar a governança corporativa através de eficazes controles internos.** São Paulo, outubro, 2003. Disponível em: <[http://www.deloitte.com/assets/Dcom-Brazil/Local%20Assets/Documents/guia\\_sarbanes](http://www.deloitte.com/assets/Dcom-Brazil/Local%20Assets/Documents/guia_sarbanes)> Acesso em 13 de Junho de 2010.



DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella. **Direito administrativo**. 19.<sup>a</sup> edição. São Paulo: Atlas, 2006 (fls. 500-501).

EBC – EMPRESA BRASILEIRA DE COMUNICAÇÕES. **Sinopses**. Disponível em: <[http://www.radiobras.gov.br/anteriores/2005/sinopses\\_2808.htm#4](http://www.radiobras.gov.br/anteriores/2005/sinopses_2808.htm#4)>. Acesso em 08 de Abril de 2010.

FAMA, Eugene F.; JENSEN, Michael C. **Agency problems and residual claims**. Journal of Law & Economics. Vol. 26, n.º 2 - Jun 1983. Disponível em: <[http://papers.ssrn.com/sol3/paper.taf?ABSTRACT\\_ID=94032](http://papers.ssrn.com/sol3/paper.taf?ABSTRACT_ID=94032)> Acesso em 25 de Maio de 2010.

FARINA, Elizabeth Maria Mercier Querido. **Competitividade: mercado, estado e organizações**. São Paulo: Editora Singular, 1997

FIGUEIRA, A. P. (2004a). Faça você mesmo, Procedimento ANACOR passo a passo. **Revista IberoAmericana de Educación**. Disponível em: < [www.campus-oei.org/revista](http://www.campus-oei.org/revista) >. Acesso em 26 de Setembro de 2010.

FONTES FILHO, Joaquim Rubens. Governança organizacional aplicada ao setor público. **VIII Congresso Internacional del CLAD sobre la Reforma del Estado y de la Administración Pública**, Panamá, out.2003.

GIL, Antônio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 4.<sup>a</sup> edição. São Paulo: Atlas, 2007.

GUÉDEZ, Víctor. **Gobernabilidad y valores contemporáneos**. Gobernanza: laberinto de la democracia, Caracas, 2005.

HAIR, Joseph F.; TATHAM, Ronald L.; ANDERSON, Rolph E.; BLACK, William. **Análise multivariada de dados**. 5. ed. editora s/a: São Paulo: Artmed, 1998.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código das melhores práticas de governança corporativa**, 2010. Disponível em: <<http://www.ibgc.com.br>>. Acesso em 04 de Maio de 2010.

JENSEN, M. Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function. **Journal of Applied Corporate Finance**, v. 14, n. 3, Fall. 2003.

JENSEN, M., MECKLING, William H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure". **Journal of Financial Economics**, October/1976.

KANG, Yong; SHI, Lu; BROWN, Elizabeth D. **Chinese corporate governance: history and institutional framework**. Center for Corporate Ethics and Governance, 2008. Disponível em: < <http://www.rand.com> > Acesso em 22 de Abril de 2010.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. Investor protection and corporate governance. **Journal of Financial Economics**, ed. 58, 2000, Pp.3-27.

LETHBRIDGE, E. **Governança corporativa**. BNDES, 1997. Disponível em: <<http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES>>. Acesso em 28 de maio de 2010.

LODI, João Bosco. **Governança corporativa** – o governo da empresa e o conselho de administração. São Paulo: Capstone, 2001

LONGARAY, A.A et .al. Ilse Maria Beuren, organizadora. **Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade**: teoria e prática. São Paulo: Atlas, 2003.

MACIEL, Marco. **Reformas e governabilidade**. Brasília: Senado Federal, 2004. 132 p.

MARION, José Carlos, MARION, Arnaldo, L.C. **Metodologias de ensino na área de negócios**. Para cursos de administração, gestão, contabilidade e *mba*. São Paulo: Atlas, 2006.

MARQUES, Maria da Conceição da Costa. Aplicação dos princípios da governança corporativa ao sector público. **Revista de Administração Contemporânea**, vol. 11, n.º 2 – Curitiba, Abr/Jun. 2007.

MEIRELLES, Hely Lopes. **Direito administrativo brasileiro**. 21 ed. São Paulo: Malheiros, 1996.

MONITOR DE FRAUDES. **Fraudes contábeis e internas**: introdução à lei Sarbanes-Oxley (SOx). Disponível em: <<http://www.fraudes.org/showpage1.asp?pg=312>>. Acesso em 04 de Maio de 2010.

MONTEIRO, Jorge Vianna. Governabilidade (I). **Revista de Administração Pública**, FGV, vol.42, Rio de Janeiro, 2008.

MINISTÉRIO DO PLANEJAMENTO, ORÇAMENTO E GESTÃO (MPOG) - Departamento de Coordenação e Controle das Empresas Estatais (DEST). **Estado e empresas estatais**. criação e crescimento. o papel das empresas estatais como instrumento de política pública. Enrique Saraiva, Brasília, 2004.

OKIMURA, Rodrigo Takashi. **Estrutura de propriedade, governança corporativa, valor e desempenho das empresas no Brasil**. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas). Universidade de São Paulo, São Paulo, 2003.

ORGANIZATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT (OECD). **Guidelines on corporate governance of state-owned enterprises**. 34 f. Paris, 2004. Disponível em: <<http://www.oecd.org>> Acesso em 08 de Abril de 2010.

SIENA, Osmar. **Metodologia da pesquisa científica: elementos para elaboração e apresentação de trabalhos acadêmicos**. Porto Velho: [s.n.], 2007. 200 p.

PEREIRA, Luiz Carlos Bresser. **O modelo estrutural de governança pública**. Disponível em: < [www.direitodoestado.com/.../RERE-10-JUNHO-2007-BRESSER%20PEEREIRA.pdf](http://www.direitodoestado.com/.../RERE-10-JUNHO-2007-BRESSER%20PEEREIRA.pdf)>. Acesso em 16 de Maio 2009.

\_\_\_\_\_. **A crise da América latina: consenso de Washington ou crise fiscal?** Revista Pesquisa, Planejamento e Economia, vol. 21, n.º 1, abril de 1991.

POLICARPO JÚNIOR. **Autópsia da corrupção**. Revista Veja ed. 2045 – São Paulo, 30 Jan 2009.

SANTOS, Maria Helena de Castro. Governabilidade, governança e democracia: criação de capacidade governativa e relações executivo – legislativo no Brasil Pós-Constituinte. **Dados**, Rio de Janeiro, vol. 40, n.º, 1997. Disponível em: [HTTP://www.scielo.br/scielo.php?](http://www.scielo.br/scielo.php?)> Acesso em 10 de abril de 2010.

SIFFERT FILHO, Nelson. **Governança Corporativa: Padrões Internacionais e Evidências Empíricas no Brasil nos Anos 90**. Disponível em: < <http://www.ppge.ufrgs.br/giacomo/arquivos/gov-corp>> Acesso em 28 de Maio de 2010.

SILVA, André L. Carvalhal. Governança corporativa, valor, alavancagem e políticas de dividendos das empresas brasileiras. Revista de Administração, Vol. 39, n.º 4, São Paulo – Pp. 348-361 – out/nov/dez 2004. Disponível em: < [www.rausp.usp.br/download.asp?file=V3904348a361.pdf](http://www.rausp.usp.br/download.asp?file=V3904348a361.pdf)>. Acesso em 18 de Agosto de 2010.

SILVEIRA, Alexandre M. **Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil**. Tese (Doutorado em Administração de Empresas) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

SKEEL, David. A fraude corporativa no banco dos réus: o que aprendemos? Disponível em: < <http://www.wharton.universia.net/index.cfm?fa=viewArticle&id=914&language=portuguese> > Acesso em 13 de Abril de 2010.

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. **A survey of corporate governance**. The Journal of Finance. Vol. LII, n.º 2 – Jun 1997. Disponível em: <<http://www.jstor.org/pss/2329497>> Acesso em 21 de Maio de 2010.

*THE ECONOMIST*. **Corporate governance: the new strategic imperative**. Disponível em: < [http://www.enterprise-architecture.info/Images/Documents/Corp\\_governance\\_newstrat.pdf](http://www.enterprise-architecture.info/Images/Documents/Corp_governance_newstrat.pdf) > Acesso em 26 de Setembro de 2010.

**THE SARBANNES-OXLEY ACT.** Dispõe sobre criação de mecanismos de auditoria e segurança confiáveis nas empresas que negociam títulos no mercado financeiro dos Estados Unidos, 2002. Disponível em: < <http://www.soxlaw.com>> Acesso em 06 de Junho de 2010.

**THE WORLD BANK. Governance matters VIII: aggregate and individual governance indicators 1996 – 2008.** Disponível em: <[www.worldbank.org](http://www.worldbank.org)> Acesso em 08 de abril de 2010.

\_\_\_\_\_. *challenge of SOE corporate governance for emerging markets.* May 2006. Disponível em: <http://rru.worldbank.org/Themes/CorporateGovernance/>> Acesso em 12 de Abril de 2010.

VERGARA Sylvia Constant. **Projetos e relatórios de pesquisa em administração.** 8. ed. São Paulo: Atlas, 2007.

WANG, Yan; XU, Xiaonian. **Ownership structure and corporate governance in chinese stock companies.** China Economic Review. Vol. 10, Issue 1 – Pp. 75-98 – Primavera de 1999. Disponível em: <<http://www.sciencedirect.com>> Acesso em 20 de Maio de 2010.

WILLIAMSON, Oliver E.; WINTER, Sidney G. *La naturaleza de la empresa: Orígenes, evolución y desarrollo.* Tradução Eduardo L. Suárez – Fondo de Cultura Económica, México, 1996.

\_\_\_\_\_. **Transaction cost economics.** Handbook of Industrial Organization, 1989. The American Journal of Sociology. Disponível em: <<http://www.sciencedirect.com/science?>> Acesso em 25 de Maio de 2010.

WONG, Simon C.Y.: Improving corporate governance in soes: an integrated approach. Corporate Governance international. Vol.7, Issue 2, June 2004.

ZHANG, Jane J.; ZHANG, Tianxi; ZHANG, Xiaolan. **Corporate governance, performance and management turnover: an empirical analysis of Chinese listed companies.** International Review of Business Research Papers. Vol. 4, n.º 4 – Pp. 190-198 – Aug/Set 2008. Disponível em <http://scholar.google.com.br/scholar>>. Acesso em 03 de Abril de 2010.

ZYLBERSTAJN, D. **Estruturas de governança e coordenação do agribusiness: uma aplicação da Nova Economia das Instituições.** São Paulo, 1995. Tese (Livre- Docência). FEA-USP.

ANEXO – LISTA COM TODAS AS EMPRESAS FEDERAIS

EMPRESAS ESTATAIS FEDERAIS ACOMPANHADAS PELO DEST  
POR SETOR DE ATIVIDADE

Setor de Atividade / Nome da Empresa

**SETOR ENERGIA ELÉTRICA (Grupo Eletrobrás)**

Centrais Elétricas Brasileiras S.A. - ELETROBRÁS

Amazonas Distribuidora de Energia S.A. - AmE

Boa Vista Energia S.A. - BVENERGIA

Centrais Elétricas de Rondônia S.A. - CERON

Centrais Elétricas do Norte do Brasil S.A. - ELETRONORTE

Centro de Pesquisas de Energia Elétrica - CEPEL

Companhia de Eletricidade do Acre - ELETROACRE

Companhia de Geração Térmica de Energia Elétrica - CGTEE

Companhia Energética de Alagoas - CEAL

Companhia Energética do Piauí - CEPISA

Companhia Hidroelétrica do São Francisco - CHESF

Eletrobrás Participações S.A. - ELETROPAR

Eletrobrás Termonuclear S.A. - ELETRONUCLEAR

ELETROSUL Centrais Elétricas S.A. ELETROSUL

FURNAS - Centrais Elétricas S.A. FURNAS

**SETOR ENERGIA GERAL (Independentes)**

Empresa de Pesquisa Energética - EPE

**SETOR DE PETRÓLEO, DERIVADOS E GÁS NATURAL (Grupo Petrobrás)**

Petróleo Brasileiro S.A. - PETROBRAS

Alberto Pasqualini - REFAP S.A.

Baixada Santista Energia Ltda. - BSE

Braspetro Oil Company - BOC

Braspetro Oil Services Company - BRASOIL

Companhia Integrada Têxtil de Pernambuco - CITEPE

Companhia Petroquímica de Pernambuco - PETROQUÍMICASUAPE

Comperj Estirenicos S.A. - CPRJEST  
Comperj Meg S.A. - CPRJMEG  
Comperj Pet S.A. - CPRJPET  
Comperj Petroquímicos Básicos S.A. - CPRJBAS  
Comperj Poliolefinas S.A. - CPRJPOL  
Cordoba Financial Services GmbH - CFS  
Downstream Participações Ltda. - DOWNSTREAM  
Fafen Energia S.A. FAFEN ENERGIA  
Fronape International Company - FIC  
Indústria Carboquímica Catarinense S.A. - ICC (Em Liquidação)  
Ipiranga Asfaltos S.A. - IASA  
Liquigás Distribuidora S.A. - LIQUIGÁS  
Petrobras Biocombustível S.A. - PBIO  
Petrobras Comercializadora de Energia Ltda. - PCEL  
Petrobras Distribuidora S.A. - BR  
Petrobras Gás S.A. - GASPETRO  
Petrobras International Braspetro B.V. - PIB BV  
Petrobras International Finance Company - PIFCo  
Petrobras Negócios Eletrônicos S.A. - e-PETRO  
Petrobras Netherlands B.V. - PNBV  
Petrobras Química S.A. - PETROQUISA  
Petrobras Transporte S.A. - TRANSPETRO  
Refinaria Abreu e Lima S.A. - RNEST  
SFE - Sociedade Fluminense de Energia Ltda. SFE  
Termobahia S.A. TERMOBAHIA  
Termoceaná Ltda. TERMOCEARÁ  
Termomacaé Ltda. TERMOMACAÉ  
Termorio S.A. TERMORIO  
Transportadora Associada de Gás S.A. - TAG  
Transportadora Brasileira Gasoduto Bolívia-Brasil S.A. - TBG  
Usina Termelétrica de Juiz de Fora S.A. - UTEJF  
5283 Participações Ltda. 5283 PARTICIPAÇÕES

**SETOR DE TRANSPORTES (Hidroviário)**

Companhia das Docas do Estado da Bahia - CODEBA

Companhia Docas do Ceará - CDC

Companhia Docas do Espírito Santo - CODESA

Companhia Docas do Estado de São Paulo - CODESP

Companhia Docas do Maranhão - CODOMAR

Companhia Docas do Pará - CDP

Companhia Docas do Rio de Janeiro - CDRJ

Companhia Docas do Rio Grande do Norte - CODERN

**SETOR DE TRANSPORTES (Ferroviário)**

Companhia Brasileira de Trens Urbanos - CBTU

Empresa de Trens Urbanos de Porto Alegre S.A. - TRENSURB

VALEC - Engenharia, Construções e Ferrovias S.A. VALEC

**SETOR DE TRANSPORTES (Aeroviário)**

Empresa Brasileira de Infra-Estrutura Aeroportuária - INFRAERO

**SETOR FINANCEIRO**

Agência Especial de Financiamento Industrial - FINAME

Banco da Amazônia S.A. - BASA

Banco do Brasil S.A. - BB

Banco do Nordeste do Brasil S.A. - BNB

Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social - BNDES

Brasilian American Merchant Bank - BAMB

BB Administração de Ativos - Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S.A. - BB

DTVM BB DTVM

BB Administradora de Consórcios S.A. - BB CONSÓRCIOS

BB Banco de Investimento S.A. - BB INVESTIMENTOS

BB Banco Popular do Brasil S.A. - BPB

BB Leasing Company Limited - BB LEASING

BB-Leasing S.A. - Arrendamento Mercantil - BB LAM

BESC Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S.A. - BESCVAL  
BESC Financeira S.A. - Crédito, Financiamento e Investimentos - BESCREDI  
BESC S.A. Arrendamento Mercantil - BESC LEASING  
BNDES Participações S.A. - BNDESPAR  
Caixa Econômica Federal - CAIXA  
Caixa Participações S.A. - CAIXAPAR  
Financiadora de Estudos e Projetos - FINEP  
IRB - Brasil Resseguros S.A.

### **DEMAIS SETORES DE ATIVIDADE**

ATIVOS S.A. - Securitizadora de Créditos Financeiros  
BB Administradora de Cartões de Crédito S.A. - BB CARTÕES  
BB Corretora de Seguros e Administradora de Bens S.A. - BB CORRETORA  
BBTUR - Viagens e Turismo Ltda. - BB TURISMO  
Casa da Moeda do Brasil - CMB  
Centrais de Abastecimento de Minas Gerais S.A. - CEASAMINAS  
Companhia de Armazéns e Silos do Estado de Minas Gerais - CASEMG  
Companhia de Desenvolvimento de Barcarena - CODEBAR (Em Liquidação)  
Companhia de Desenvolvimento dos Vales do São Francisco e do Parnaíba - CODEVASF  
Companhia de Pesquisa de Recursos Minerais - CPRM  
Companhia Nacional de Abastecimento - CONAB  
CEAGESP - Companhia de Entrepósitos e Armazéns Gerais de São Paulo  
COBRA Tecnologia S.A.  
Empresa de Tecnologia e Informações da Previdência Social - DATAPREV  
Empresa Brasil de Comunicação S.A. - EBC  
Empresa Brasileira de Correios e Telégrafos - ECT  
Empresa Brasileira de Hemoderivados e Biotecnologia - HEMOBRÁS  
Empresa Brasileira de Pesquisa Agropecuária - EMBRAPA  
Empresa Gerencial de Projetos Navais - EMGEPRON  
Empresa Gestora de Ativos - EMGEA  
Hospital de Clínicas de Porto Alegre - HCPA  
Hospital Cristo Redentor S.A. - REDENTOR  
Hospital Fêmina S.A. - FÊMINA



Hospital Nossa Senhora da Conceição S.A. - CONCEIÇÃO

Indústria de Material Bélico do Brasil - IMBEL

Indústrias Nucleares do Brasil S.A. - INB

Nossa Caixa Capitalização S.A. - BNC CAPITALIZAÇÃO

Nossa Caixa S.A. - Administradora de Cartões de Crédito - BNC CARTÕES

Nuclebrás Equipamentos Pesados S.A. - NUCLEP

Serviço Federal de Processamento de Dados - SERPRO

Telecomunicações Brasileiras S.A. - TELEBRÁS

Fonte: MP/SE/DEST, posição em 04/01/2010. Disponível em: <  
<http://www.planejamento.gov.br/secretaria.asp?cat=310&sub=292&sec=4> > Acesso em 26 de  
Set 2010.

## APÊNDICE – LISTA DE EMPRESAS ESTATAIS FEDERAIS DA AMOSTRA

NOME DA EMPRESA	SIGLA
<u>EMPRESAS LISTADAS NA BOLSA DE VALORES</u>	
Centrais Elétricas Brasileiras S.A	ELETROBRÁS
Petróleo Brasileiro S.A	PETROBRÁS
Banco do Brasil S.A	BB
Banco da Amazônia S.A	BASA
Banco do Nordeste do Brasil S.A	BNB
<u>EMPRESAS NÃO LISTADAS NA BOLSA DE VALORES</u>	
Companhia Docas do Ceará S.A	CDC
Companhia Docas do Rio Grande do Norte S.A	CODERN
Companhia Docas do Estado de São Paulo S.A	CODESP
Companhia Docas do Estado do Pará S.A	CDP
Companhia Docas do Estado do Rio de Janeiro S.A	CDRJ
Companhia Docas do Estado do Maranhão S.A	CODOMAR
Companhia Docas do Estado do Espírito Santo S.A	CODESA
Companhia Docas do Estado da Bahia S.A	CODEBA
Cia. de Armazéns Gerais e Silos de Minas Gerais S.A	CASEMG
Cia. de Entrepostos e Armazéns Gerais de São Paulo S.A	CEAGESP
Instituto de Resseguros do Brasil	IRB

Fontes: STN/NF, 2009; DEST/MPOG, 2008; BMFBOVESPA, 2010.

# 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](#)