

A Importância Estratégica da Governança Corporativa no Mercado de Capitais: Um Estudo Internacional Comparado

Elói Martins Senhoras¹
eloi@ige.unicamp.br

Kelly Pereira Takeuchi²
kellytakeuchi@gmail.com

Katiuchia Pereira Takeuchi³
katiucha@gmail.com

¹Universidade Estadual de Campinas (UNICAMP) - Instituto de Geociências (IG) - Campinas, SP, Brasil

²Universidade Estadual do Rio de Janeiro (UERJ) - Faculdade de Tecnologia (FAT) - Resende, RJ, Brasil

³Universidade Estadual de Maringá (UEM) – Campus Regional de Umuarama, PR, Brasil

RESUMO

Com a relevância do estudo da governança corporativa após os grandes escândalos financeiros e o estouro da bolha especulativa do início do século XXI, o presente artigo pretende discutir a temática para contribuir criticamente com debate sobre os desafios e oportunidades do mercado de capitais brasileiro, que neste novo século, tem importância estratégica para alicerçar a poupança da população e estruturar o financiamento do crescimento econômico do país.

Palavras chaves: estrutura de governança, governança corporativa, mercado de capitais.

1. INTRODUÇÃO

Devido às transformações ocorridas na economia brasileira ao longo da década de 90, fundamentalmente a abertura comercial, a liberalização dos mercados financeiros e de capitais, o retorno de fluxos de capital estrangeiro para o país, assim como o processo de privatização de grandes companhias estatais, foram criadas pressões para que se fosse repensada a *estrutura de governança* das empresas brasileiras.

Com a crise no mercado de capitais norte-americano, trazida por uma bolha especulativa e pela ineficiente *accountability*, uma tendência tem progressivamente encaminhado no circuito financeiro internacional, como mecanismo de harmonização e reestruturação bursátil: a governança corporativa.

Comprovadamente, após a recente crise das bolsas norte-americanas, as empresas que vêm obtendo os melhores resultados de valorização acionária são aquelas que tiveram sempre a preocupação voltada para o atendimento de seus acionistas via estes incentivos da governança corporativa.

Em maio de 1999 foram lançados os *Princípios de Governança Corporativa da OCDE*, que constituem a principal resposta dos governos ao reconhecimento da governança corporativa como sendo a importante coluna de sustentação da arquitetura da economia global do Século XXI. Trata-se de uma declaração dos padrões mínimos aceitáveis para empresas e investidores em todo o mundo que reconhece uma notável convergência para o terreno das práticas de governança corporativa.

Em um estudo recente elaborado no ano de 2000 pela consultoria McKinsey e pelo Banco Mundial mostra-se a importância que o investidor estrangeiro dá para tal consistentes práticas de governança corporativa. Segundo Ribeiro Neto (2002: 32), o estudo relata que “em um universo de 90 investidores institucionais entrevistados, 80% consideram relevantes as questões referentes à governança, estando dispostos a pagar um prêmio de cerca de 23% pelas ações das empresas que possuem boas práticas de governança”.

A expressão Governança Corporativa foi utilizada pela primeira vez nos Estados Unidos há pouco mais de quinze anos, em inglês, *corporate governance*. A expressão

corporate surgiu com o advento do capitalismo anglo-saxão e a expressão *governance* remonta a Shakespeare que a utilizava para se referir ao poder, quase divino, que os papas da religião católica tinham para legislar em nome de Deus. O significado da combinação dessas duas palavras, como salienta Ventura (2000), pode ser entendido como a atribuição aos acionistas, do poder supremo em relação à gestão de sua empresa, embora respeitando os direitos dos demais participantes do processo de Governança Corporativa.

A governança corporativa se insere neste conceito mais amplo como um meio pelo qual se exercita o controle e o monitoramento nas corporações. Esse último aspecto diz respeito aos mecanismos que os investidores não controladores possuem de modo a limitar sua exposição ao comportamento oportunista dos controladores majoritários.

Como um sistema de governança corporativa ideal deve ao mesmo tempo, minimizar os custos de agência, bem como os custos de transação relativos à governança contratual dessa empresa, assim surge o nosso foco de debate através da discussão sobre a introdução de um conselho de administração independente nas empresas.

A justificativa para a utilização do sistema de governança corporativa no Brasil vem atrelada à necessidade de fortalecer os direitos dos acionistas minoritários no sentido de viabilizar o mercado de capitais como fonte de captação para as empresas e como alavanca para a pulverização acionária.

2. O CARÁTER ESTRATÉGICO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA

A teoria da agência pode ser considerada como uma contribuição fundamental no sentido de enriquecer a teoria econômica, exprimindo em linguagem econômica uma grande parte dos fenômenos que constituem a prática social da contabilidade financeira, uma vez que permite reconhecer a existência de conflitos de interesses entre os diversos agentes interessados na empresa.

Uma relação de agência é uma relação na qual uma das partes nela envolvida – conhecida como *principal* – contrata a outra – conhecida como *agente* – para levar a cabo uma tarefa no seu interesse. É o caso da relação entre acionistas, proprietários de empresa, e os seus gestores, em que os primeiros delegam aos segundos a autoridade de tomar decisões relativas ao funcionamento da empresa. É também o caso da relação entre os gestores, atuando agora em nome de acionistas, em que os últimos delegam a gestão do seu investimento aos primeiros.

Os problemas estudados pela teoria da agência surgem quando: a) existe uma divergência de interesses entre as partes e cada uma delas prossegue os seus próprios objetivos e b) existem assimetrias de informação entre as partes.

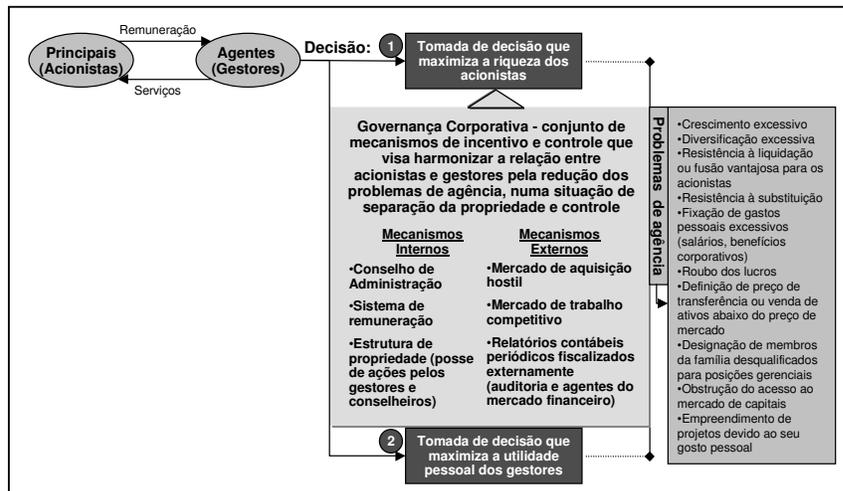
Nestas circunstâncias, surge a possibilidade dos agentes não respeitarem os interesses dos principais, sendo custoso para estes saber se assim é ou não – trata-se de um problema de *risco moral*. Por outro lado, é possível que os agentes forneçam deliberadamente informação errada – trata-se do problema de *seleção adversa*.

Como é pouco provável que os interesses do principal e do agente sejam convergentes e que este último aja espontaneamente em conformidade com os interesses do primeiro, o principal deve procurar limitar as divergências instaurando mecanismos de incentivo e também meios de supervisão com o objetivo de limitar as ações do agente que não se conformem com os seus objetivos.

Diante destes imperativos, surgem a governança corporativa e as normas que regulam a prática social, haja vista que constituem mecanismos de mediação nas relações que se

estabelecem entre os diversos agentes sociais e têm conseqüências econômicas e sociais, conforme podemos observar através da figura a seguir.

Figura I - O problema de agência dos gestores e a governança corporativa



Fonte: Silveira et al. (2003).

Os conflitos mais estudados, por serem aqueles que têm conseqüências econômicas mais significativas, têm sido sem dúvida os que opõem acionistas a gestores. Mas os agentes interessados na empresa são os mais diversos e incluem trabalhadores, fornecedores, clientes, o Estado e o público em geral, e também os seus interesses não serão coincidentes entre si e relativamente aos dos gestores e acionistas.

Segundo importante estudo de Silveira *et al.* (2003: 58), “o Conselho de Administração é um dos principais mecanismos de alinhamento de interesses entre acionistas e gestores no sistema de governança corporativa de uma determinada companhia. Além do Conselho de Administração, mecanismos internos como o sistema de remuneração de gestores e a posse de ações por parte dos executivos, e mecanismos externos como a obrigatoriedade da divulgação de informações periódicas sobre a companhia, a presença de um mercado de aquisição hostil e a existência de um mercado de trabalho competitivo também são elementos importantes para a redução dos custos de agência resultantes de tomadas de decisão não maximizadoras da riqueza dos acionistas por parte dos executivos”.

Neste contexto, procura-se salientar o papel ativo da governança corporativa na determinação de uma solução adequada para tais questões e a necessidade de se adotar uma postura de busca de compromisso entre os interesses muitas vezes conflitantes.

De fato, a governança corporativa e as normas que regulam a sua prática social têm conseqüências econômicas e sociais e o processo de estabelecimento dessas normas implica a tomada de decisões e a realização de escolhas que afetam o bem-estar de outros, o que faz com que tal processo seja também político e tenha componentes éticos e morais. Tudo isto faz com que as questões centrais no que diz respeito à contabilidade financeira e à regulação da sua prática social sejam questões de natureza tanto técnica como política.

2.1. AS ESTRUTURAS DE GOVERNANÇA E A GOVERNANÇA CORPORATIVA

A Estrutura de Governança tem sido definida como sendo "um conjunto de forma organizacionais que condiciona o relacionamento entre agentes que estão empenhados em uma atividade, determinando os incentivos individuais e a alocação dos recursos disponíveis. As estruturas de governança incluem as formas específicas de direito de propriedade dos ativos, as regras básicas – contratuais ou não – que regulam as relações entre agentes, a

utilização de ativos comuns e individuais, a distribuição das rendas, previstas em contratos ou residuais, instrumentos de depreciação e punição utilizados pelo grupo e o arcabouço legal/institucional da economia que ampara as regras de convivência e os contratos estabelecidos entre agentes" (Buainain *et al.*, 1999: 04).

As recentes pressões vêm no sentido de se constituir um conjunto de mecanismo através do qual se possa exercer e monitorar o controle das corporações nacionais, isto é, a formação daquilo que se chama Governança Corporativa.

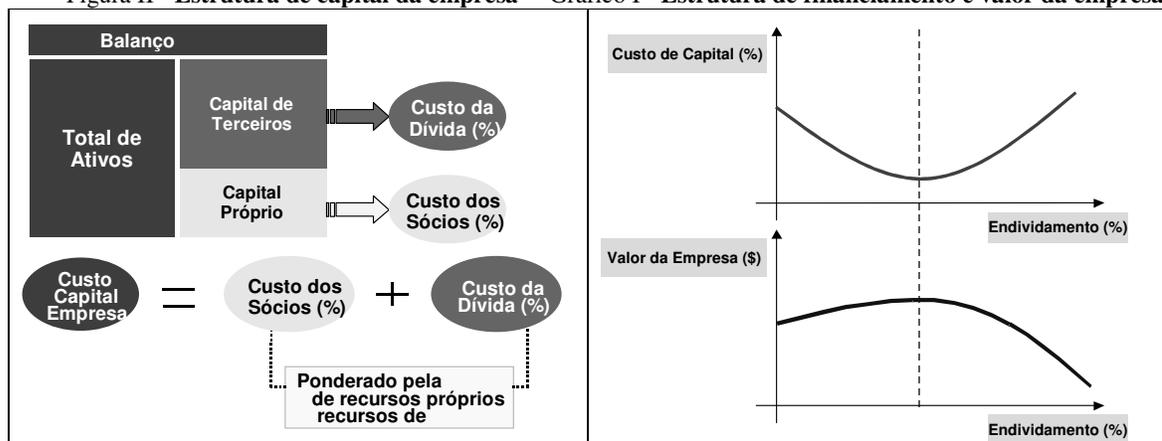
A preocupação com essa questão, do controle das companhias, é resultado da separação entre propriedade e gestão; numa corporação em que a propriedade fosse dispersa, tendo cada acionista uma diminuta participação no capital total, fica difícil garantir que os executivos estejam realmente comprometidos com a maximização do valor para os acionistas. Assim, a governança corporativa, pela Teoria da Agência, deveria resolver esse problema sem que nenhum acionista individualmente arque com os custos de monitoramento da administração, isso seria possível em mercados competitivos de controle corporativo que garantissem a soberania dos acionistas.

Fica claro que os formuladores dessa teoria tinham em mente o modelo de propriedade Anglo-saxão, cujo mercado de capital tem um papel fundamental, não sendo adequado para a compreensão das estruturas de governança corporativa de outros países da Europa Continental, Japão e Brasil, por exemplo, onde a questão é melhor trabalhada sob a ótica, de classificação dos sistemas de governança corporativo em sistemas de controle externo e sistemas de controle interno (Silveira *et al.*, 2003).

2.1.1. GOVERNANÇA CORPORATIVA: CONDIÇÕES DE FINANCIAMENTO E VALOR DA EMPRESA

A governança corporativa é um tema relativamente recente e de grande importância, podendo ser considerado o foco das discussões sobre alta gestão e estrutura de financiamento da empresa, que determina como são combinados os vários tipos de capital de terceiros e o capital próprio utilizados pela empresa, de forma que o valor final da empresa seja maximizado.

Figura II - Estrutura de capital da empresa Gráfico I - Estrutura de financiamento e valor da empresa



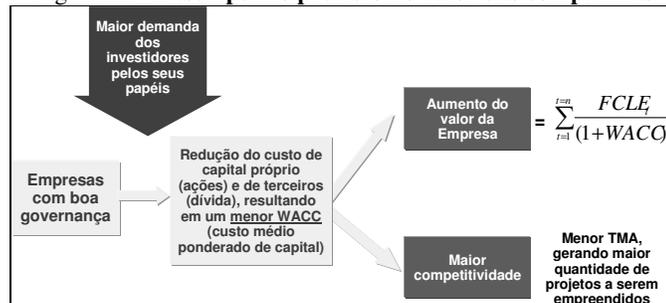
Fonte: Silveira *apud* Toraiwa (2003).

Quando uma empresa utiliza tanto capital de terceiros (por exemplo via emissão de debêntures) como capital próprio (via emissão de ações) para financiar seus investimentos, neles estão embutidos custos. O custo de capital da empresa será, portanto, uma média ponderada desses dois custos que é calculada pelo Custo Médio Ponderado de Capital ou WACC (*Weighted Average Cost of Capital*).

$$rWACC = \frac{E}{D + E} * re + \frac{D}{D + E} * rd * (1 - Tc)$$

A importância da governança corporativa se baseia na premissa de que as empresas com boa governança tendem a ser mais procuradas pelos investidores, uma vez que estes demandam informações transparentes sobre a empresa em que estão investindo e maior garantia de que as decisões serão tomadas no seu melhor interesse. Consequentemente, há uma redução no custo de capital da empresa e uma automática valorização de seus papéis.

Figura III – Desempenho previsto no valor das companhias



Fonte: Silveira apud Toraiwa (2003).

Segundo Toraiwa (2003), as empresas com boa governança têm uma redução do seu custo de capital, em consequência da maior demanda por seus papéis. Isso gera um aumento do valor da empresa e dá a ela uma maior competitividade devido à redução da taxa mínima de atratividade (TMA), que possibilita à empresa empreender mais projetos e obter maior lucratividade nos projetos empreendidos.

Assim, a adoção de melhores práticas de governança corporativa por parte das empresas brasileiras é fundamental para o desenvolvimento do mercado de capitais nacional, que, por sua vez, é fundamental para o crescimento e competitividade internacional das próprias companhias. Como o desenvolvimento econômico do Brasil depende da competitividade das suas empresas, o aprimoramento das práticas de governança corporativa deve ser visto como tema obrigatório entre as políticas governamentais.

3. A GOVERNANÇA CORPORATIVA NO MUNDO

O movimento de governança corporativa ganhou força nos últimos dez anos, tendo nascido e crescido, originalmente, nos Estados Unidos e na Inglaterra e, a seguir, se espalhando por muitos outros países.

O sistema de governança corporativa adotado pelas empresas depende, em grande parte, do ambiente institucional no qual está inserida. O Estado, através da definição dos sistemas financeiro e legal, modela a formação do mercado de capitais local e do grau de proteção dos investidores, influenciando o modelo de governança das empresas. Assim, os países apresentam diferenças significativas entre os sistemas de governança corporativa das suas empresas. A seguir são apresentados os *cases* dos EUA, Reino Unido, Alemanha, Japão e por fim do Brasil.

¹ (D – Capital de Terceiros), (E – Capital Próprio), (rd – Custo do Capital de Terceiros), (re – Custo do Capital Próprio), (rWACC – Custo Médio Ponderado de Capital) e (Tc – Alíquota de Imposto).

3.1. ESTADOS UNIDOS

A pulverização do controle acionário é uma característica das grandes empresas americanas. Assim, os acionistas possuem pouco incentivo ou capacidade para afetar as políticas corporativas definidas pelos gestores, resultando em uma situação na qual os executivos são fortes os proprietários são fracos.

O movimento em torno da governança corporativa surgiu nos EUA, em meados da década de 80, como resposta a diversos casos de abuso de poder e expropriação de riqueza dos acionistas por parte dos executivos, que naquela época dominavam os Conselhos de Administração. Além disso, os investidores passaram a concentrar mais seus votos nas assembleias gerais dos acionistas, elegendo maior número de conselheiros independentes.

O ativismo de diversos investidores institucionais resultou em mudanças nas práticas de governança corporativa de boa parte das empresas americanas durante a década de noventa, ocasionando, por exemplo, o aumento da proporção de membros independentes nos conselhos e o surgimento do monitoramento das práticas de governança corporativa, expondo na mídia as empresas que apresentavam deficiências, como conselhos passivos ou pagamento de salários excessivos aos executivos.

Como forma de mostrar aos investidores o cumprimento de algumas práticas de governança corporativa, as próprias empresas americanas começaram a elaborar suas diretrizes de governança corporativa. Uma pesquisa realizada em 1994 com as 300 maiores empresas americanas mostrou que mais da metade estava desenvolvendo, ou já havia desenvolvido, diretrizes de governança corporativa.

Os problemas de governança de empresas como a Enron, Tyco, Worldcom e ImClone Systems tornaram-se clássicos, e podem ser tomados como exemplos que devem ser evitados, ou seja, evitar problemas decorrentes do conflito de interesses, como o uso de informações privilegiadas, a manipulação de resultados, entre outros. Para que esses casos sejam evitados no Brasil, é necessária uma proteção adequada aos investidores, por meio de uma supervisão eficiente dos órgãos reguladores e da garantia de aplicação (*enforcement*) de uma legislação corporativa adequada para o fomento de mais recursos de longo prazo para as companhias.

3.2. REINO UNIDO

Assim como nos EUA, a pulverização do controle acionário também é uma característica da grande maioria das companhias abertas do Reino Unido, caracterizando ambos os países dentro do chamado modelo anglo-saxão de governança corporativa.

Mas devido a uma série de escândalos nos mercados corporativo e financeiro no final dos anos 80, a bolsa de valores de Londres, em conjunto com diversas entidades formou em 1995 um grupo de trabalho destinado a elaborar altos padrões de governança corporativa. Este grupo, denominado Comitê Hampel, além de aspectos de responsabilidade e remuneração dos gestores e conselheiros (já analisados em comitês anteriores), discutiu a principal responsabilidade do Conselho de Administração, definindo-o como órgão que deve promover o aumento da prosperidade das empresas no longo prazo.

O comitê Hampel definiu governança corporativa dentro de uma dupla perspectiva, de responsabilidade e prosperidade do negócio. O relatório foi publicado em 98 e depois transformado em um Código de Governança Corporativa e foi incorporado como uma das exigências da bolsa de valores de Londres para listagem das companhias.

3.3. ALEMANHA

O sistema de governança corporativa alemão possui 3 características distintas: o modelo de equilíbrio dos interesses dos *stakeholders* (todos os públicos envolvidos com a companhia) como objetivo primordial das empresas, ao invés da maximização da riqueza dos acionistas; o papel limitado do mercado de capitais no fornecimento de capital de risco e a gestão coletiva das empresas.

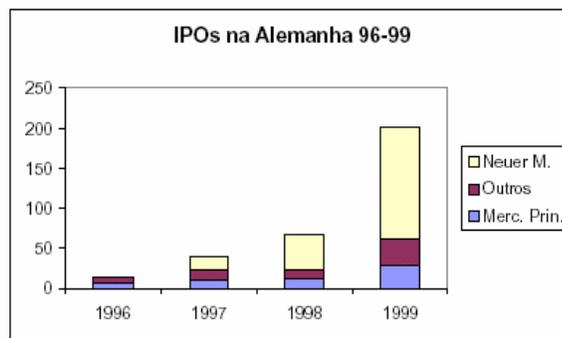
A busca pelo equilíbrio dos interesses dos stakeholders (empregados, credores, fornecedores) como objetivo das empresas é consequência do modelo alemão de industrialização, muito regulamentado e controlado pelo estado. A lei exige a presença de representantes dos empregados nos conselhos das empresas alemãs (Conselho Supervisor).

Durante os anos 90, a pressão da globalização forçou cada vez mais as empresas alemãs a adotarem os padrões internacionais de governança corporativa devido às forças de do processo de translação das empresas alemãs para as bolsas de Nova Iorque e de Londres, que exigem certas regras de transparência e divulgação de informações.

O fortalecimento do mercado de ações alemão teve grande impulso em 97, com a criação no Novo Mercado (Neuer Market) da bolsa alemã de Frankfurt, que veio a alcançar seu objetivo de canalizar capital de risco para novas empresas, por meio de regras mais rígidas de proteção e transparência aos investidores, ao fazer com que as novas empresas alemãs já se estruturam dentro de alguns padrões internacionais de governança corporativa.

Similarmente ao caso brasileiro, uma das falhas mais apontadas para o fraco desempenho do mercado acionário alemão era exatamente o baixo nível de proteção aos minoritários. Fundadas nessa premissa, as maiores exigências de listagem aumentaram e muito a atratividade da nova bolsa em Frankfurt, contrariando o argumento de que estas poderiam levar a uma diminuição do nível de atividade. A evidência empírica mostra que o número de *initial public offering* (IPO) vêm apresentando uma tendência ascendente considerável, conforme aponta o gráfico seguinte.

Gráfico III – Evolução do Número de IPOs



Fonte: Scheinkman (2000).

A experiência internacional do *Neuer Markt* alemão além de apresentar baixos níveis de exigência de capital e tamanho, tradicionais para a listagem em bolsa, tem como pré-requisitos essenciais um maior grau de transparência e maior proteção aos acionistas minoritários, os quais se inserem nas práticas acima abordadas de boa governança corporativa. Destaca-se ainda, pelas rígidas normas de comportamento, entre as quais: o lema “uma ação, um voto”, um período de *lock-up* para os acionistas originais, publicação de demonstrativos trimestrais, submissão de disputas a arbitragem externa e, finalmente, a obrigatoriedade da presença de diretores externos no conselho administrativo. Fora isso, vem

demonstrando uma forte determinação em manter sua reputação, não hesitando em expulsar firmas acusadas de violar as regras de conduta.

3.4. JAPÃO

Como decorrência da cultura coletivista da sociedade japonesa, o objetivo das empresas no Japão tem sido a busca pelo equilíbrio dos interesses dos *stakeholders* e a garantia de emprego vitalício para seus funcionários. Uma consequência dessa garantia é a priorização, por parte das empresas, de metas de crescimento absoluto e de participação no mercado ao invés da maximização dos lucros. Entretanto a pressão internacional por maior competitividade vem fazendo com que, como forma de sobrevivência, muitas empresas japonesas tenham que abandonar a política do emprego vitalício.

O sistema corporativo japonês é marcado pelos *keiretsu* (conglomerados de várias empresas, principalmente de base familiar, e bancos unidos por redes de participações cruzadas entre eles). Os bancos são a principal fonte de recursos para as empresas, exercendo o papel de financiadores dos conglomerados. Como as taxas de juros no Japão são muito baixas, reduzindo o custo dos recursos acaba sendo um motivo adicional para diminuição do incentivo pela priorização da lucratividade.

As empresas japonesas utilizam o conceito de um único Conselho de Administração, que tipicamente é composto exclusivamente por executivos da companhia, que são indicados como recompensa por serviços prestados. Conselhos grandes, com cerca de 50 membros são comuns nas grandes companhias japonesas, mas quase sempre o homem forte é o presidente da companhia, que é responsável pela seleção dos novos conselheiros e possui mais poderes que o presidente do conselho. Portanto, um conselho típico japonês, com um número excessivo de membros e composição exclusivamente interna, tem funções meramente cerimoniais, não sendo um agente eficaz de governança corporativa.

Tendo em vista a necessidade de aprimoramento dos mecanismos de governança no país, a Federação Japonesa das Organizações Econômicas publicou em 97 um relatório reconhecendo a necessidade de adaptação das empresas japonesas aos padrões internacionais de governança corporativa, como forma de manutenção da competitividade do país no século 21. O relatório sugere às empresas japonesas a adoção de suas próprias diretrizes de governança e a busca por um melhor funcionamento do Conselho de Administração. Além disso recomenda a ampliação da função dos auditores e melhorias na transparência das informações ao mercado.

3.5. BRASIL: O EXEMPLO LATINO-AMERICANO

No Brasil, os conselheiros profissionais e independentes começaram a surgir basicamente em resposta à necessidade de atrair capitais e fontes de financiamento para a atividade empresarial, o que foi acelerado pelo processo de globalização e pelas privatizações de empresas estatais no país.

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

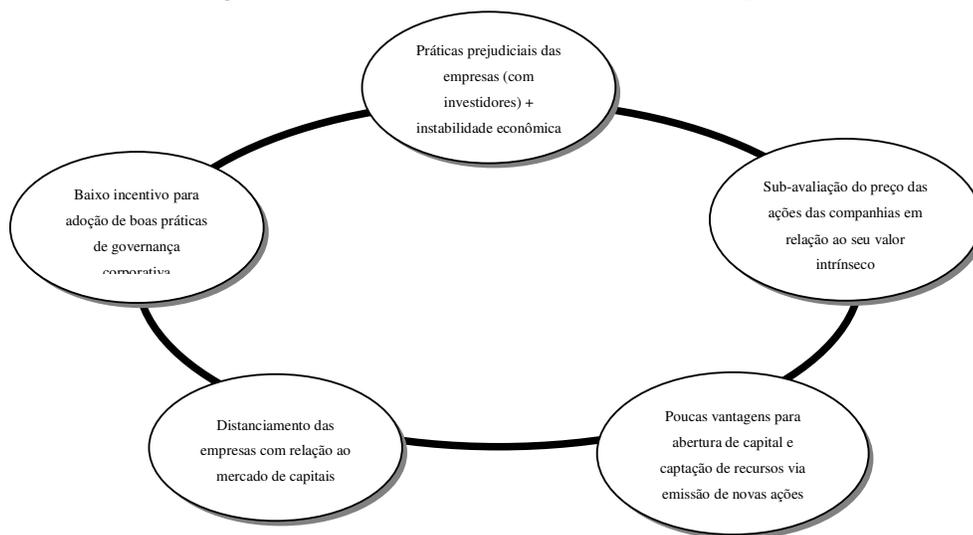
Alguns fatores são considerados a favor dessas mudanças: a) as privatizações; b) movimento internacional de fusões e aquisições; c) impacto da globalização; d) necessidades de financiamento e, conseqüentemente, o custo do capital; e) a intensificação dos investimentos de fundos de pensão; e finalmente f) a postura mais ativa de atuação dos investidores institucionais nacionais e internacionais.

Entre as principais iniciativas de estímulo e aperfeiçoamento ao modelo de Governança das empresas no país destacam-se a reforma na Lei das S.A., a criação do Novo Mercado pela Bolsa de Valores de São Paulo – Bovespa, as linhas de crédito especiais oferecidas pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), as novas regras de investimento por parte de fundos de pensão e o projeto de reforma das demonstrações contábeis.

O mercado acionário brasileiro é muito pequeno perto do que poderia representar em termos de financiamento da produção e incentivo a novos investimentos. A falta de transparência na gestão e a ausência de instrumentos adequados de supervisão das companhias são apontadas como principais causas desse cenário. Trata-se de um ambiente que facilita a multiplicação de riscos.

No entanto, como no caso brasileiro, pelo lado estrutural, o risco país e a ausência de mecanismos legais de defesa dos minoritários faz com que o mercado de ações brasileiro seja caracterizado por uma distorção entre o preço das ações e o valor intrínseco das companhias, decorrente das altas taxas de desconto aplicadas. Esta sub-avaliação generalizada distancia cada vez mais empresas e mercado, desencorajando companhias fechadas a abrir o capital de companhias abertas a utilizarem com mais freqüência o mercado de ações. Forma-se então um círculo vicioso, no qual os investidores exigem grandes descontos para adquirirem ações de empresas poucos transparentes e com risco potencial e de destruir valor ao longo do tempo, aplicando altas taxas de desconto a todas as empresas e causando um desestímulo nas companhias para utilização do mercado de capitais. Também a falta de perspectiva na utilização do mercado de capitais como real alternativa para a capitalização da companhia desencoraja a busca das empresas pela adoção de melhores práticas de governança corporativa.

Figura I - Ciclo vicioso dos Mercados de Capitais



Fonte: Elaboração própria.

O mercado de capitais brasileiro, desde que foi criado, tem desempenhado um papel marginal no financiamento das empresas nacionais. Durante os anos 90, a situação mostrou

uma inflexão; após algum crescimento no volume e valor das operações em meados da década como resultado das privatizações. Não obstante, novos obstáculos se formaram à frente do mercado de capitais brasileiro com a globalização financeira.

Uma das causas é o lançamento de ADR's ou GDR's no mercado acionário dos EUA ou em qualquer outra praça internacional, que apresentam menores custos de transação e maior liquidez. Empresas nacionais abriram capital no mercado doméstico apenas porque essa é uma condição para emissão de ADR's, sem a intenção de negociar as ações internamente (Corrêa & Vieira, 2002). Outro motivo seria consequência da compra de estatais por investidores internacionais ou alguns grupos nacionais que decidiram fechar o capital dessas empresas após assumirem seu controle.

Para tentar reverter essa tendência, a BOVESPA criou o Novo Mercado, uma listagem separada de ações de companhias que se submetam a exigências maiores em termos de transparência e direitos dos acionistas, isto é, que adotem melhores práticas de governança corporativa. Semelhante ao *Neuer Markt* alemão, este Novo Mercado brasileiro exige das empresas que emitam apenas ações com direito a voto, que apresentem demonstrações contábeis de acordo com padrões internacionais, que conflitos entre controladores e minoritários sejam resolvidos por um comitê de arbitragem privado e a empresa deve se comprometer em manter um volume mínimo de negociação de suas ações, ou seja, representa uma verdadeira revolução para as estruturas de governança do país.

Além do Novo Mercado, foram criados níveis diferenciados de governança corporativa para as companhias já listadas na bolsa, o Nível 1 com exigências de maior transparência e o Nível 2 semelhante ao Novo Mercado, exceto aceitação de ações sem direito a voto.

Dada a importância da adoção de práticas de governança corporativa no estímulo à maior participação de empresas e investidores no mercado acionário brasileiro, a BOVESPA implantou em dezembro de 2000 dois segmentos que adotam tais práticas: o Novo Mercado e os Níveis Diferenciados.

A distinção entre estes dois segmentos é que o Novo Mercado é mais voltado à listagem de empresas que venham a abrir capital, enquanto os Níveis Diferenciados são mais direcionados para empresas que já possuem ações negociadas na BOVESPA. Apesar da diferença, os dois segmentos se baseiam no mesmo princípio: o de promover as informações das empresas de capital aberto, para aumentar a transparência, facilitando a análise dos investidores, independente de estes serem acionistas controladores ou minoritários.

As práticas de governança corporativa são vistas como importantes para a BOVESPA, pois garantem proteção a todos os investidores. Em condições de fazerem uma análise mais correta, os investidores terão reduzido seu risco de investir, o que por sua vez, terá um impacto positivo sobre o valor das ações - que tenderão a se valorizar-, incentivando novas empresas a participarem do mercado de capitais e as já atuantes a aumentarem suas emissões. Ou seja, o aumento da transparência e a melhora do tratamento aos investidores levam a um fortalecimento geral do mercado acionário.

4. ÚLTIMAS CONSIDERAÇÕES A GUISA DE CONCLUSÃO

No que diz respeito à relação institucional entre investidores e controladores, estudos empíricos apontam uma correlação positiva na disposição dos investidores em pagar um prêmio sobre o valor da ação em empresas que adotam uma política de “boa” governança corporativa.

Scheinkman (1999) cita basicamente os mecanismos de controle de conduta da firma e de transparência do seu desempenho. Transparência implica uma diminuição da incerteza sobre a qualidade do ativo, o que *per se*, melhora a eficiência do mercado de capitais. O controle da conduta da firma para proteção dos minoritários contra a possível expropriação por parte dos controladores requer mecanismos sólidos de monitoramento, construção de incentivos, e formas de exercer seu poder. Nesse último caso é fundamental que os minoritários tenham o poder de, quando não impuserem a estratégia da empresa, vetar aquelas que lhes são mais prejudiciais.

Existe uma diferença no valor do prêmio pago pela boa governança corporativa entre diferentes regiões do mundo, e suas correspondentes institucionalidades, e por isso, o controlador da firma deve comparar por um lado, o valor (em termos de utilidade) proporcionado o controle “não-contestável” da estratégia da firma, e por outro o prêmio a ser pago pelo emprego de uma governança corporativa.

Tabela II - Prêmio Pago pela Boa Governança Corporativa no Mundo

País	Brasil*	Japão	Coréia	Tailândia	Chile	Inglaterra	EUA
Prêmio %	22,9/24,2	20,2	24,9	25,7	20,9	17,9	18,3

* Este Prêmio é diferente para investidores nacionais e estrangeiros.

Fonte: Canuto (2000)

No plano sistêmico, sua adoção (ou não), permite uma maior (ou menor) eficiência dos mercados, pois diminui a incerteza paramétrica sobre a qualidade dos ativos (ações) que irão ser transacionados. Logo, o emprego de governança corporativa é uma medida na qual ambos ganham: acionista e proprietário, pois diminui os problemas de seleção adversa e risco moral. De forma geral, as medidas de melhoria do mercado de capitais, que resultariam em uma maior transparência, aumento de liquidez e facilidade de acesso, envolvem a incorporação das práticas de governança corporativa. Estas visam aumentar a segurança dos investidores, através de regras bem definidas, e com ampliação de seus direitos. A consequência seria um aumento de liquidez e um incentivo para a participação de novas empresas, em decorrência da diminuição dos custos de captação de financiamento.

Em pesquisa realizada por La Porta *apud* Bovespa (2000a: 41) conclui-se que os países que adotam a governança corporativa, no sentido de proporcionarem maior proteção aos acionistas minoritários, apresentam: a) mercados acionários relativamente maiores; b) menor grau de concentração da propriedade das empresas abertas; c) maior número de companhias abertas (normalizado pelo tamanho da população); d) maior número de IPOs (normalizado pelo tamanho da população); adicionalmente, e) as empresas captam mais recursos através do mercado acionário; e f) a avaliação de mercado das empresas, medido através da relação entre valor patrimonial e valor de mercado, é comparativamente maior.

Tabela III – Direito dos Acionistas e Grau de Endividamento do Mercado

Direitos	Capitalização/PIB*	Empresas/milhão de habitantes*	IPOs/milhão de habitantes*
<i>Direitos dos Minoritários</i>			
25% menores	0,19	12,05	0,14
50% intermediários	0,39	20,03	0,97
25% maiores	0,58	35,68	2,05
<i>Uma ação, um voto</i>			
Não	0,32	20,1	0,87
Sim	0,65	26,76	1,48
<i>Enforcement</i>			
25% menores	0,28	8,51	0,28
50% intermediários	0,47	22,36	0,89
25% maiores	0,36	33,08	1,85

* Média de 49 países.

Fonte: Porta (1997).

Ou seja, a governança corporativa de baixa qualidade é indicada também como sendo uma das causas microeconômicas para o subdesenvolvimento do mercado de capitais. Assim, pode-se concluir que quanto maiores forem as garantias dadas aos investidores, ou seja, maior governança corporativa, mais desenvolvido será o mercado de capitais do país, sendo mais fácil e mais barato a captação de recursos no mercado.

Todos esses estudos empíricos contribuem para atestar a importância e o valor das boas práticas de governança corporativa no cotidiano das empresas. Contudo, as leis do país e seu efetivo cumprimento também têm grande importância na proteção dos direitos dos investidores e desenvolvimento do mercado de capitais do país.

5. REFERÊNCIA BIBLIOGRÁFICA

- BOVESPA. “Desafios e Oportunidades para o Mercado de Capitais Brasileiro”. **Estudos para o Desenvolvimento do Mercado de Capitais**. São Paulo: Bovespa, 2000a.
- BUAINAIN, A.; SILVEIRA, J.M.F.J. & MARQUES, M. “O Programa Cédula da Terra e a reorganização fundiária no Brasil”. Campinas: Ie/Unicamp, 1999 (Mimeo).
- CANUTO, O. “Quanto vale uma boa governança corporativa?” **Valor Econômico**, 24 de outubro. São Paulo, 2000.
- CORRÊA, V. P. & VIEIRA, E. R. “Mercados de Capitais e Governança Corporativa no Brasil: reflexões sobre os movimentos recentes”. **Anais do VII Encontro Regional de Economia**. Fortaleza, 2002. Disponível em <www.bnb.gov.br/projforumeconomia>.
- COUTINHO, L. G. e RABELO, F. M. “Corporate Governance in Brazil”. **OECD working papers**, Abril de 2001. Disponível em <www.oecd.org>.
- JENSEN, M. C. & MECKLING, W. H. “Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure”. **Journal of Financial Economics**, vol. 3, n° 4. Amsterdam: North Holland, 1976.
- LODI, J. B. **Governança Corporativa: O Governo da Empresa e o Conselho de Administração**. Rio de Janeiro, Editora Campus, 2000.
- MCKINSEY & COMPANY. **Investor Opinion Survey on Corporate Governance**. London: McKinsey, 2002.
- PORTA, R. “Legal Determinants of External Finance”. **Journal of Finance**, July, 1997.
- RABELO, F. A & SILVEIRA, J. M. “Estruturas de governança e governança corporativa: avançando na direção da integração entre as dimensões competitivas e financeiras”. **Texto para Discussão**, nº77. Campinas: IE-UNICAMP, 1999.
- SCHEINKMAN, J. “O desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil”. **Anais do XXI Congresso da Abrapp**, 2000.
- SILVEIRA, A. M.; BARROS, L. A. & FAMÁ, R. “Estrutura de Governança e Desempenho Financeiro nas Companhias Abertas Brasileiras: Um Estudo Empírico”. **Caderno de Pesquisas em Administração**, vol. 10, n° 1. São Paulo: Fea/Usp, 2003.
- TORAIWA, P. “Governança Corporativa: Condições de Financiamento e Valor da Empresa”, 2003. Disponível em <www.cvm.gov.br>.
- VENTURA, L. C. “Governança Corporativa e sua Aplicação dos Fundos de Pensão”. **Anais do 22º Congresso Brasileiro dos Fundos de Pensão**. Brasília: ABRAPP, 2000.