

A Governança Corporativa e a geração de valor nas empresas do Mercado de Capitais

Carlos José Guimarães Cova

Rosane Gomes Dos Santos

Universidade Federal Fluminense - UFF

RESUMO

O presente trabalho apresenta uma caracterização do conceito de Governança Corporativa, nas suas múltiplas dimensões, enfatizando o papel que este importante instrumento de gestão oferece para que as empresas possam se posicionar de forma mais consistente no atual ambiente de mercado, em razão da necessidade de evidenciar a capacidade de conciliar os interesses dos diversos stakeholders e assim evitar perda de eficiência na condução do negócio. O trabalho também procura evidenciar os benefícios da governança traduzidos por um incremento do valor das empresas que aderem às boas práticas. Nesse sentido, o trabalho apresenta algumas evidências empíricas de que a Governança Corporativa promove um aumento da percepção de valor nas organizações. É apresentado o atual estágio de assimilação dos princípios de Governança Corporativa no Brasil e a descrição do Novo Mercado da Bovespa. Adicionalmente, o trabalho descreve as implicações da Lei Sarbanes-Oxley e os resultados do aumento do rigor nos controles internos. Por fim, o trabalho apresenta também alguns contrapontos à idéia inicial de que a boa governança remete imediatamente à geração de valor.

Palavras-Chave: Governança Corporativa; Mercado de Capitais; Lei Sarbox; Novo Mercado.

1. Apresentação e Problematização:

No âmbito da gestão financeira das organizações contemporâneas, emerge um conceito cada vez mais relevante para a sustentabilidade e geração de valor do negócio. Trata-se da Governança Corporativa, que, na sua acepção mais tradicional, segundo nos informa Barontini (2005), abrange a consideração de uma série de vertentes societárias, sobretudo aquelas que são conexas à dinâmica dos relacionamentos entre a propriedade da empresa e a administração, bem como às estratégias de tutela dos acionistas minoritários e ao nível de transparência e prestação de contas das práticas de gestão.

A expressão é designada para abranger os assuntos relativos ao poder de controle e direção de uma empresa, bem como sobre as diferentes formas e esferas de seu exercício e os diversos interesses que, de alguma forma, estão ligados à vida das sociedades comerciais.

Na teoria econômica tradicional, a Governança Corporativa surge para procurar superar o chamado “conflito de agência”, que se torna presente a partir do fenômeno da separação entre a propriedade e a gestão empresarial.

De acordo com Zylbersztajn *et Alii* (2005) o “conflito de agência” é o núcleo da chamada teoria da agência, que considera a impossibilidade de serem desenhados contratos ótimos, em razão da existência de assimetria de informações, objetivos conflitantes e graus diferentes de aversão ao risco entre as partes contratantes, que são designadas por “principal” e “agente”.

O “principal” titular da propriedade, delegaria ao “agente” o poder de decisão sobre essa propriedade. A partir daí surgem os chamados conflitos de agência, pois os interesses daquele que administra a propriedade nem sempre estão alinhados com os de seu titular. Sob a perspectiva da teoria da agência, a preocupação maior consiste em criar mecanismos eficientes (sistemas de monitoramento e incentivos) para garantir que o comportamento dos executivos esteja alinhado com o interesse dos acionistas.

A Governança Corporativa assumiu uma maior relevância na agenda de gestão em razão de fatos não muito louváveis, mas que tiveram o condão de depurar o ambiente corporativo de muitas mazelas e, sobretudo, apontar os limites que os gestores das organizações devem observar. Os escândalos empresariais que atingiram o mercado de capital nos últimos anos têm suscitado as mais variadas opiniões do público no que diz respeito à conduta de seus gestores.

Não obstante, trata-se de uma conduta bastante antiga, pois há registros desse comportamento desde a aurora do capitalismo industrial, conforme podemos constatar da advertência feita por Adam Smith, em 1776: “Os diretores das empresas (de capital aberto) são administradores do dinheiro das outras pessoas e não do seu próprio, e não se pode esperar que eles cuidem dele com a mesma vigilância ansiosa (dos donos). Negligência e esbanjamento, portanto, sempre prevalecem, mais ou menos, na gestão das questões dessas empresas.”

Ocorre que nos dias atuais há uma forte percepção no sentido de que não existe mais um equilíbrio de poder entre acionistas, diretoria e altos executivos de empresas que possuem um grande número de acionistas. Esse equilíbrio seria o resultado da atuação de três influências: o custo do ativismo dos acionistas; o precedente legal; e a força política dos sindicatos dos trabalhadores.

Quando a empresa é fundada, essas forças estão em equilíbrio, e não há grandes problemas. À medida que a empresa cresce, como consequência da dinâmica do mercado, surge a necessidade de mais capital. Os antigos acionistas, que podem ser denominados como acionistas fundadores, cedem o controle, uma vez que preferem diversificar seus investimentos. Tal procedimento faz com que a base de acionistas se torne dispersa, gerando um distanciamento entre os diretores e os acionistas, de tal forma que estes últimos passam a ser considerados como pessoas não essenciais à gestão, ao dia-a-dia da empresa, ou seja, o papel que os acionistas anteriormente exerciam na empresa passa a ser cada vez menor. Ao mesmo tempo, para monitorar as decisões gerenciais tomadas pelos diretores, os acionistas percebem que este esforço não vale a pena, tendo em vista o retorno de seu investimento.

Porém, com o desenvolvimento dos mercados de capital nas economias desenvolvidas, o advento desta fonte de financiamento e capitalização para as empresas passou a ser um imperativo para a sua permanência no jogo do mercado. Entrementes, os investidores passaram a ser mais seletivos nas suas escolhas, de tal forma que começaram a orientar e direcionar seus investimentos para as empresas que evidenciariam um melhor arcabouço de gestão numa visão de múltiplas dimensões, sobretudo aquelas atinentes ao tratamento dispensado aos minoritários e às ações de transparência e prestação de contas dos atos de gestão.

Assim, o problema que é argüido neste trabalho é: **seriam as empresas que aderem às boas práticas de Governança Corporativa melhor avaliadas pelo mercado, e por isso premiadas com menores custos de capital e maior rentabilidade?**

Nesse sentido, supomos que as empresas com maiores evidências das boas práticas de Governança Corporativas seriam receptoras preferenciais dos investimentos nos mercados de capitais, e por isso teriam maiores condições de financiarem suas atividades e investimentos, gerando como consequência um maior valor para os acionistas.

Para tentar responder este questionamento, alguns objetivos intermediários foram estabelecidos, tais como: a apresentação de uma perspectiva histórica do termo Governança Corporativa; a descrição e

caracterização da Lei Sarbanes-Oxley; a verificação das boas práticas de governança no mercado brasileiro; e uma avaliação do processo. Por fim, serão apresentadas as principais conclusões.

2. Uma retrospectiva histórica e a caracterização da Governança Corporativa:

Rosseti *et Alii* (2004) assinalam que a compreensão, a assimilação e o efetivo exercício da Governança Corporativa no âmbito da moderna gestão de empresas, constituem-se num dos seus mais relevantes desafios, há pelo menos 18 anos.

Estes mesmos autores registram que a expressão Governança Corporativa ainda é muito recente, tanto no ambiente empresarial quanto no meio acadêmico, pois data de 1991 a primeira vez em foi empregada. Em 1992 foi definido o primeiro código de melhores práticas de Governança Corporativa. Somente em 1995 é que foi editado o primeiro livro que continha esta designação – *Corporate governance* – dos autores R. Monks e N. Minow.

Ressalte-se que a Governança Corporativa possui sólidos fundamentos, que são definidos com base em princípios éticos aplicados na condução das atividades empresariais. O desenvolvimento de suas premissas, bem como a sua afirmação, possuem razões de natureza micro e macroeconômica.

Existe uma franca convergência de opiniões no tocante à importância da Governança Corporativa para o estabelecimento de um crescimento econômico sustentado. Nesse sentido, uma série de organizações multilaterais, tais como a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), o Fundo Monetário Internacional (FMI), o Banco Mundial, e o G7 (grupo das mais avançadas nações industriais do mundo), vêem a Governança Corporativa como sendo um dos pilares da arquitetura econômica global, bem como um dos instrumentos determinantes para o desenvolvimento sustentável em suas três dimensões: a econômica, a ambiental e a social.

Destarte, em razão da extensão e da diversidade de seus efeitos e conseqüências, existem em contrapartida múltiplas abordagens de definição em torno do significado e do alcance da Governança Corporativa. Analogamente, tal diversidade ocorre com os modelos que podem ser adotados para a sua operacionalização. Tanto os conceitos quanto os modelos estão intimamente vinculados com a amplitude dada ao processo de governança, bem como aos seus impactos efetivos. Dessa forma, sob múltiplas perspectivas, existem diferentes conceitos de governança.

Em que pese o fato da grande diversidade conceitual, existe um elenco bem definido de elementos-chave da Governança Corporativa, que são: os valores; o relacionamento entre as partes interessadas; os propósitos estratégicos; o poder; e a gestão.

Com relação aos valores, existem quatro que se destacam como sustentáculos da boa governança, que são: *fairness*; *disclosure*; *accountability*; e *compliance*. O *fairness* representa o senso de justiça e equidade no tratamento dos acionistas, propondo o respeito aos direitos dos acionistas minoritários, tanto no aumento da riqueza corporativa e resultado das operações, quanto na presença ativa em assembléias gerais. O *disclosure* busca a transparência das informações contábeis e de gestão, sobretudo aquelas que podem acarretar maiores riscos e impactos nos negócios. O *accountability* é um termo que subsume a prestação de contas e responsabilização a partir das melhores práticas contábeis e de auditoria. Por fim, o *compliance* representa a busca de conformidade no cumprimento das normas regulamentares contidas nos estatutos sociais e no arcabouço jurídico do país.

O segundo elemento-chave da boa governança é o relacionamento entre as partes interessadas de tal forma a minimizar os conflitos de agência. Este tipo de conflito ocorre quando um agente principal (acionista) delega para um agente executor (diretoria executiva) as decisões que devem maximizar os resultados das operações da empresa, supostamente em benefício do acionista; mas um comportamento oportunista do executor eventualmente entra em conflito com o objetivo do agente principal.

Como terceiro elemento-chave está o conjunto de propósitos estratégicos, que também envolvem estreita interação entre os acionistas, o Conselho de Administração e a Diretoria Executiva. Nas companhias que praticam a boa governança, as expectativas dos acionistas e as políticas básicas são definidas no nível corporativo, por entendimentos entre os acionistas e aqueles que os representam nos Conselhos de Administração. A partir desta convergência de pensamento é que são derivadas as diretrizes estratégicas para os negócios e para a gestão, desenvolvidas pela Diretoria Executiva, e apresentadas mais uma vez ao Conselho de Administração para homologação.

O quarto elemento-chave da Governança Corporativa é o poder. Nesse sentido, existem três aspectos relevantes que envolvem a estrutura de poder:

1º – a clara definição dos papéis dos acionistas, do conselho e da direção, bem como do que cada uma destas partes espera das duas outras;

2º – a definição de regras de convivência que tornem o processo decisório num jogo em que ocorre pleno compartilhamento de posições e opiniões;

3º – um efetivo e negociado planejamento das sucessões no contexto corporativo, sem solução de continuidade que afete os interesses da empresa.

Por último, o quinto elemento-chave da boa governança é representado pela gestão, cujos aspectos centrais dela são derivados. As práticas de gestão alinhadas com os princípios da Governança Corporativa abrigam três pontos centrais, ligados aos valores que a sustentam: a integridade ética, permeando todas as relações internas e externas; a combinação da integridade, da competência e do envolvimento construtivo no trato dos negócios; e a responsabilidade corporativa, que abrange um amplo rol de interesses, para os quais convergem os processos estratégicos de governança. Chamamos a atenção, mais uma vez, da ética como requisito para a boa governança.

Adicionalmente, constatamos em Macey *apud* Damodaran (2004) que os sistemas de Governança Corporativa podem ter sua performance avaliada em três dimensões: a capacidade de restringir o poder da administração de obter benefícios privados; o acesso facilitado de empresas que desejam capital nos mercados financeiros; e a facilidade com que uma administração ineficiente é substituída.

Assinalamos também que os múltiplos modelos de Governança Corporativa decorrem de condições históricas, culturais e institucionais relativas aos países em que cada um deles predomina. Contudo, esta diversidade de modelos pode ser agrupada segundo dois enfoques: o primeiro, definido pelo tipo de propriedade e forma predominante de financiamento, que tem foco no acionista, ou *shareholder*, é denominado pelo trinômio propriedade-gestão-retorno; o segundo é definido pela postura da empresa quanto ao seu envolvimento com objetivos de maior amplitude, não limitados aos econômicos, assumindo interesses de outras partes interessadas, sendo denominado de múltiplos interesses ou de *stakeholders*.

No Brasil, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBCG) publicou uma codificação que registra as melhores práticas de gestão empresarial, com base num estudo comparativo que envolveu 15 códigos internacionais. A espinha dorsal desse código é representada pela combinação da transparência, da prestação de contas e da equidade entre os acionistas. O objetivo pretendido com a disseminação dessas práticas consiste em auxiliar as empresas a melhorar seu desempenho, equilibrando o poder entre o principal executivo e o Conselho de Administração, e pautando o seu comportamento pela ética e pela transparência.

3. Os múltiplos atores envolvidos nas relações da Governança Corporativa:

É mais fácil aquilatar a relevância que a Governança Corporativa vem assumindo quando enumeramos os atores que representam as partes interessadas em seus processos. Internamente à companhia, tem-se: acionistas (controladores e minoritários); Conselhos de Administração; Conselhos Consultivos; Auditorias Independentes; Conselhos Fiscais; Diretoria Executiva (*CEO* e *staff*); empregados; Fundações de assistência e seguridade; e eventuais Comitês corporativos de gestão.

Adicionalmente, como atores externos à empresa, é possível listar: fornecedores; clientes; consumidores ou usuários dos produtos e serviços; Agências Reguladoras; Órgãos normativos do mercado de capitais; e a comunidade em geral.

Não obstante, um bom sistema de Governança Corporativa deve ser capaz de responder a algumas questões, tais como: Qual é o papel exercido pelo CEO em relação ao Conselho Administrativo? Em condições normais, o CEO e o Conselho deveriam considerar-se como membros de uma mesma equipe, que trabalha em prol de um objetivo comum? Tais questões estão diretamente ligadas ao direcionamento da estratégia do negócio, e podem se refletir na sustentabilidade da organização, conforme corroboram as evidências dos escândalos e fraudes noticiadas pela mídia no início da década dos anos 2000.

Nos escândalos testemunhados nos últimos anos, dentre os quais destacamos alguns ocorridos com empresas bem sucedidas, tanto americanas (*Enron*, *WorldCom* e *Tyco*) quanto européias (*Parmalat*, *Swissair* e *Skandia*), ficou evidenciado que todas elas demonstraram uma incapacidade de manifestar um bom desempenho em suas avaliações acerca das questões de governança corporativa.

Em quase todos estes casos, talvez, a solução mais adequada teria sido retirar parte da autoridade do CEO e transferi-la para o Conselho Administrativo. Todavia, o que é aplicável a uma empresa, de um determinado segmento do mercado, pode não se aplicar a uma outra empresa, de porte diferente, cuja atuação se dá em outro segmento de negócio, ou seja, a solução para o equilíbrio entre as forças exercidas pelo CEO e pelo Conselho Administrativo varia de empresa para empresa, dependendo, não apenas do contexto externo, mas, principalmente, do contexto corporativo de cada uma.

Considerando o principal papel a ser desempenhado por um CEO, que é construir um plano estratégico para a corporação, e considerando as estratégias de curto e de longo prazos, verificamos que, quando o CEO desenvolve essa estratégia em conjunto com o Conselho Administrativo, tem-se garantido o equilíbrio de forças na companhia, tanto a médio quanto a longo prazos.

Um outro aspecto muito relevante na esfera da Governança Corporativa diz respeito à composição da diretoria e as normas de decisão adotadas por ela. A diretoria de uma empresa, seja ela de grande ou de médio portes, deve estar preparada para a tomada de decisões, todavia, para que isto ocorra de forma eficaz, duas condições são essenciais: uma boa composição de seus membros; uma clara definição de suas políticas.

Como exemplo desse imperativo, podemos lembrar o fato de que, após a falência da *Enron*, a equipe de gestores responsável por sua reestruturação assumiu o fato de que quase todos os problemas que culminaram nesse desfecho foram o resultado de uma direção deficiente, em todos os sentidos. Como primeira medida saneadora, a equipe optou por substituir todos os membros do corpo diretor, que então implantou uma governança mais forte e mais experiente em gestão. Se estivessem em vigor em 2001, os novos regulamentos da Bolsa de Valores de Nova Iorque e da SEC poderiam ter evitado os lapsos de governança da *Enron*.

Dessa forma, os elementos que possam orientar a constituição de uma boa diretoria devem ser exaustivamente analisados. Aspectos tais como a capacidade de tomada de decisão e o nível de transparência dos atos de gestão, são elementos que devem balizar a performance de qualquer diretoria.

A tomada de decisão, via de regra, estará dificultada pela restrição do tempo, e pelo conhecimento imperfeito de todos os processos necessários para que seja alcançado o objetivo

proposto. Destarte, o corpo diretor, ao tomar uma decisão, deve estar considerando também múltiplos fatores, tais como temas estruturais e setoriais, desempenho e liderança.

A diretoria deve saber também lidar com as imposições impostas pelas mudanças de regras. Os códigos de Governança Corporativa que têm surgido em vários países nos últimos anos não estabelecem apenas regras que interferem nos relatórios anuais das empresas. Os diretores têm sido obrigados a se esforçarem mais, no sentido de atender às expectativas do mercado. Uma das queixas mais comuns dos últimos anos é que, desde a introdução da lei *Sarbanes-Oxley*, tem-se gasto muito tempo discutindo como serão cumpridas as novas leis e regulamentações.

De um modo geral, as dificuldades pelas quais passam as diretorias decorrem de alguns fatores. Em primeiro lugar há a questão da ênfase em diretores independentes. A proporção ideal varia de país para país, mas é cada vez maior a necessidade de se criar uma diretoria independente, ou seja, formada por profissionais que não tenham outro tipo de ligação com a empresa, no passado ou no presente. Isto visa garantir a objetividade na gestão da empresa, além de minimizar os conflitos de interesse. O grande problema advindo desta necessidade de independência é que as diretorias das empresas acabam sendo compostas por profissionais com pouco conhecimento da estruturação da empresa e do funcionamento do ramo de atividade em que a mesma está inserida.

Um segundo fator é a falta de definição quanto ao papel a ser desempenhado. Na maioria dos países, com poucas exceções tais como a Alemanha (que possui leis bastante específicas), a definição quanto aos deveres e responsabilidades legais a serem assumidos pelos diretores estão muito amplas, dando margem à vaguidade e à dispersão de esforços. As empresas não têm definidos claramente os critérios necessários para a administração do tempo de que dispõem, objetivando desenvolver o papel para o qual foram contratados, além da busca de solução dos problemas com sua equipe gerencial. Como resultado evidencia-se a falta de clareza de propósito dos diretores.

Por fim, um último aspecto a ser destacado diz respeito à falta de cooperação entre os membros do corpo diretor. Considerando que este corpo é formado por pessoas distintas, é muito ampla a possibilidade de se criar perspectivas diferentes, no que tange aos debates para a tomada de decisões importantes. O grande problema é que, para a existência do consenso almejado, é necessário tempo e uma liderança habilidosa.

Outro ator relevante no contexto da Governança Corporativa é representado pelo conjunto dos funcionários ou colaboradores. Os colaboradores possuem algumas singularidades e características que variam de um país para outro, em função, principalmente, de duas circunstâncias: o mercado de trabalho e o nível de sindicalização.

O mercado de trabalho influencia a flexibilidade e a mobilidade dos funcionários. Em países tais como os Estados Unidos são adotados contratos de trabalho mais flexíveis, que podem ser encerrados a qualquer tempo, demonstrando um compromisso de curto prazo por parte da mão-de-obra. Além disso, o treinamento dado aos funcionários ocorre fora das empresas, o que demonstra que as qualificações são gerais (aplicáveis a qualquer empresa do segmento), e por conta disso, portáteis, ou seja, ao mudar de empresa, o funcionário leva para a empresa de destino as informações adquiridas na empresa origem. Por outro lado, em países tais como a Alemanha e o Japão, as empresas investem em treinamento específico e interno, tornando a força de trabalho altamente qualificada e com capacitação específica para executar suas atividades em determinada empresa.

Com relação ao nível de sindicalização também é possível observar algumas variantes. Na França, os direitos adquiridos através dos sindicatos são aplicáveis a todos os funcionários, inclusive os não sindicalizados. Neste caso, a sindicalização exercerá uma influência maior no processo decisório corporativo do que em países como os Estados Unidos, onde os direitos somente aplicam-se aos funcionários sindicalizados. Assim, os funcionários apresentam menor mobilidade e maior poder de barganha e acabam por se envolver mais no processo decisório de estratégias globais.

Por fim, temos ainda no contexto da governança a busca da conciliação dos interesses dos acionistas e do Governo. Assim como acontece com os funcionários, o perfil dos acionistas varia bastante de um país para outro. De um lado, temos os Estados Unidos e o Reino Unido, onde a

maioria dos acionistas exerce um papel relativamente neutro, e seu principal foco é a maximização do valor de suas ações. O Japão, apesar de ter acionistas institucionais, não sofre muita influência, uma vez que os acionistas são, na maior parte do tempo, neutros, apoiando sempre o papel da administração.

Quanto ao papel do Governo, é possível constatar que os países diferem entre si também no que tange ao grau de intervenção de seus governos na economia e no protecionismo exercido sobre seus mercados. Uma das formas mais comuns de intervenção do governo na economia é a regulamentação das aquisições. Em alguns países, a intervenção do governo muitas vezes representa fortes barreiras às aquisições, tais como as chamadas “*golden shares*”, que dão ao proprietário poder de veto sobre mudanças no estatuto da empresa.

4. Os benefícios da boa governança:

Um ponto fundamental que deve ser ressaltado para justificar a adoção das práticas da boa governança diz respeito aos efeitos benéficos que ela acarreta para o mercado de capitais, e, por extensão, para a economia do país como um todo. Grinblatt (2005) registra algumas evidências empíricas no sentido de que os países que oferecem maior proteção aos acionistas minoritários possuem mercados de capitais maiores e mais ativos, enquanto que os países que não protegem estes acionistas evidenciam mercados de capitais menores e pouco desenvolvidos, bem como pouquíssimas empresas abrindo o capital.

O meio acadêmico já pode se valer dessa instigante linha de investigação e pesquisa, qual seja, a de que existe uma forte correlação entre as práticas adotadas de Governança Corporativa e o grau de desenvolvimento de uma nação. Nessa linha de raciocínio, existem muitas evidências de que as melhores práticas de governança implicam num maior acesso por parte das empresas às instituições que podem financiar seus investimentos, com menores escores de risco, e, conseqüentemente, impondo menores custos de capital.

O advento da boa governança promoveu substanciais mudanças no comportamento dos investidores, sobretudo aqueles que capitalizam poupanças de longo prazo para o pagamento de benefícios e pensões, cujos efeitos de gestão repercutirão por longo período de tempo.

É possível assinalar no mercado a existência de dois tipos de investidores: o de longo prazo e o de curto prazo. E nos últimos anos as diferenças entre eles têm aumentado cada vez mais. Os investidores de longo prazo são chamados de investidores institucionais, agindo, em alguns momentos, como proprietários das empresas em que investem. São exemplos de investidores institucionais os fundos de pensão, os fundos de investimento e as seguradoras.

Em razão do aperfeiçoamento das práticas democráticas e das instituições, os investidores institucionais estão cada vez mais convencidos de que devem prestar contas aos seus associados e beneficiários, que destinam parte de seus salários para os fundos de pensão e os fundos de investimento, esperando a geração do benefício desejado ao final de um período de tempo. Avulta, portanto, a importância da Governança Corporativa para o atendimento desse mister.

Se a gestão do investidor institucional, por um motivo qualquer, não está satisfeita com o desempenho de uma Companhia em que investiu, a mesma vende suas ações. Pelo ponto de vista comercial, sua atitude está correta, uma vez que, até pouco tempo atrás, ela não era considerada responsável por participar da empresa em que investiu, nem mesmo intervir para a concretização de mudanças importantes.

Atualmente, já se verifica uma mudança no papel do investidor institucional, de tal forma que é reforçada a necessidade de um maior envolvimento por parte dos acionistas na tomada de decisões da empresa. Aspectos tais como o desempenho operacional, o retorno aos acionistas, a governança, a

comunicação, entre outros, são os principais engajamentos dos investidores institucionais nos últimos anos.

Um questionamento relevante que tem sido feito é quanto ao aumento do valor para os acionistas, como consequência da maior participação dos mesmos (os investidores institucionais) na tomada de decisões da empresa. O papel dos investidores institucionais na busca desse objetivo abrange dois componentes. O primeiro consiste em definir como executar suas atividades, elaborando um documento que descreva sua política para as diversas áreas e considere temas tais como a forma pela qual as empresas que receberão investimentos serão monitoradas. O segundo diz respeito ao monitoramento do desempenho das empresas que recebem os investimentos e o estabelecimento, se aplicável, de um canal de comunicação periódica com elas, identificando os problemas rapidamente, e diminuindo ou eliminando as perdas no valor das ações para os acionistas.

Em que pese o fato das janelas de tempo serem reduzidas, tanto as agências especializadas na análise das medidas de governança, quanto às evidências dos índices de ações sugerem que as boas práticas de governança corporativa podem proporcionar um bom desempenho operacional no negócio e talvez um maior retorno para os acionistas.

No primeiro caso, um estudo elaborado pela *The Corporate Library* (TCL) a partir de dados de 2.012 empresas, coligidos no período entre o ano de 2002 até o ano de 2004, relacionou uma correlação entre uma boa governança e um futuro desempenho operacional, embora não tenha conseguido registrar algo parecido com relação aos retornos sobre seus investimentos.

Por outro lado, se analisarmos o desempenho das empresas listadas no Novo Mercado brasileiro, aquelas listadas no ICG – Índice de Governança Corporativa – obtiveram um desempenho expressivamente superior ao retorno do mercado como um todo no biênio 2004 – 2005.

5. As variações nos sistemas de Governança Corporativa:

As decisões quanto às estratégias a serem adotadas pelas companhias são diretamente influenciadas pelos sistemas de Governança Corporativa que elas incorporam. Não obstante, estes sistemas apresentam variações que os tornam distintos em cada um dos países em que são instalados.

Essas decisões estratégicas são verdadeiros testes para estes sistemas de governança, porque visam maximizar os lucros e a competitividade no ambiente global. Normalmente, uma decisão estratégica adotada por uma companhia assume uma visão global. A grande questão é ajustar essa decisão (global) aos sistemas de governança. Tal consideração pode significar sacrifícios por parte dos agentes envolvidos no processo. Esses agentes, que podemos chamar de participantes do processo, são em número de cinco, e seus interesses afetam as decisões estratégicas globais de múltiplas maneiras.

Os funcionários ou colaboradores e as organizações coletivas, na medida em que pressionam com os seus direitos garantidos por lei e/ou estatutos que são resultantes de negociações coletivas.

O Conselho de Administração e a Diretoria Executiva. O primeiro porque é um agente relevante no processo, por ser o órgão máximo de gestão de uma companhia, e ter como uma de suas responsabilidades a aprovação de todas as decisões estratégicas da empresa. A Diretoria, por sua vez, é encarregada das responsabilidades do dia-a-dia, oriundas das estratégias adotadas.

Os acionistas ou *shareholders*, pois, caso não concordem com as decisões tomadas, sejam elas relacionadas à estratégica ou não, podem sair da empresa através da venda de suas ações, alterando desta forma, o quadro de situação interno e gerando algum impacto na estratégia da empresa.

Por fim, o Governo, à medida que, ao estabelecer suas regras, criando normas para os negócios, bem como produzindo políticas comerciais nacionais e internacionais, estabelece e adota ao seu alvedrio, decisões sobre o grau de abertura da economia e inserção competitiva, tais como um

subsídio às empresas que sejam mais relevantes para a estratégia nacional naquele momento, ou o nível tarifário a ser praticado.

Além disso, impactam a estratégia corporativa também outras entidades, tais como os governos supranacionais, com destaque para a União Européia, pois também desempenham papéis mais fortes na regulamentação da governança corporativa. Em contrapartida, outros agentes, tais como concorrentes, clientes e fornecedores, tendem a participar menos da governança de cada empresa.

O quadro apresentado a seguir resume as principais características da Governança Corporativa, existentes em seis diferentes países:

	Estados Unidos	Reino Unido	Alemanha	França	Itália	Japão
Funcionários	* Mão de obra flexível * Baixa sindicalização * Empregos à vontade	* Mercado de trabalho flexível	* Conselhos de trabalho * Co-determinação * Alta capacitação * Mercado de trabalho não flexível	* Conselhos de trabalho * Baixa sindicalização * Contratos de curta duração	* Contratos de longo prazo * Mercados de trabalho rígido * Capacitação média	* Sindicato empreendedor * Emprego vitalício * Capacitação média
Acionistas	* Investidores institucionais e individuais * dispersos	* Investidores institucionais e individuais * Dispersos	* Outras empresas não-financeiras * Bancos	* Investidores estrangeiros * Estado	* Estado * Famílias	* Outras empresas não-financeiras * Bancos
Governo	* Políticas liberais * Com injeção de interesses * Barreiras baixas para aquisições	* Políticas liberais * Com isenção de interesses * Barreiras baixas para aquisições	* Políticas protecionistas * Barreiras médias para aquisições	* Políticos protecionistas * Intervencionista * Barreiras médias para aquisições	* Políticas protecionistas * Intervencionista * Fortes barreiras para aquisições	* Políticas protecionistas * Fortes barreiras para aquisições
Conselhos de Administração	* Ativismo elevado * Alta % de membros de fora devido a pressões de investidores	* Ativismo elevado * Alta % de membros de fora determinado por lei	* Ativismo moderado * Detentores de papéis representam minoria significativa * Tamanho médio	* Ativismo moderado * Minoria de membros de fora * Tamanho médio	* Ativismo baixo * Grande % de membros pertencentes à empresa * Tamanho médio	* Ativismo baixo * Grande % de membros pertencentes à empresa * Tamanho grande
Diretoria Executiva	* Formação profissional (Finanças/MBA) * Alguns executivos nascidos fora do país * Mercados de trabalho abertos	* Formação semi-profissional * Alguns executivos nascidos fora do país * Mercados de trabalho abertos	* Formação técnica * Poucos executivos nascidos fora do país * Mercados de trabalho fechados (longo prazo)	* Formação educacional comum * Vínculos com o Estado * Poucos executivos nascidos fora do país * Mercados de trabalho fechados (longo prazo)	* Não-profissional * Sem executivos nascidos fora do país * Mercados de trabalho fechados (longo prazo)	* Formação educacional comum * Sem executivos nascidos fora do país * Mercados de trabalho fechados (longo prazo)

Fonte: Jornal Valor Econômico

A boa Governança Corporativa proporciona aos proprietários (acionistas ou cotistas) uma eficiente gestão estratégica de sua empresa e o efetivo monitoramento da direção executiva. As principais ferramentas que asseguram o controle da propriedade sobre a gestão são: o Conselho de Administração; a Auditoria Independente; o Comitê de Auditoria; e o Conselho Fiscal.

A empresa que opta pelas boas práticas de Governança Corporativa adota como linhas mestras, a transparência, a prestação de contas (*accountability*) e a equidade. Para que essa tríade esteja presente em suas diretrizes de governo, é necessário que o Conselho de Administração, representante dos proprietários do capital (acionistas ou cotistas), exerça seu papel na organização. Este papel consiste especialmente em estabelecer estratégias para a empresa, eleger a Diretoria, fiscalizar e avaliar o desempenho da gestão e escolher a Auditoria Independente.

No entanto, nem sempre as empresas contam com conselheiros qualificados para o cargo, capazes de exercer, de fato, a sua função legal. Essa deficiência tem sido a raiz de grande parte dos problemas e fracassos nas empresas, manifestando-se, na maioria das vezes, sob a forma de abusos de poder (do acionista controlador sobre minoritários, da Diretoria sobre o acionista e dos administradores sobre terceiros), ou erros estratégicos (decorrentes de muito poder concentrado em uma só pessoa, normalmente o executivo principal), ou fraudes (uso de informação privilegiada em benefício próprio, atuação em conflito de interesses).

A Auditoria Independente é um dos agentes da boa governança que tem o condão de oferecer um parecer sobre as demonstrações contábeis de uma empresa, aumentando o poder de convencimento acerca da fidedignidade da realidade de seu patrimônio.

Os Comitês de Auditoria têm por encargo a análise das demonstrações financeiras e a promoção de supervisão e responsabilização da área financeira. Além disso, deve garantir que a Diretoria desenvolva controles internos confiáveis, bem como assegurar que a auditoria interna desempenhe a contento o seu papel, e ainda fiscalizar o cumprimento do código de conduta da organização.

Por sua vez, o Conselho Fiscal tem historicamente como atividade a fiscalização dos atos gerados pelas empresas, materializada com a emissão de um parecer sobre as demonstrações contábeis, que tem como base o parecer dos auditores independentes. Com o advento da Governança Corporativa, emergiram algumas polêmicas acerca de uma suposta superposição de funções deste conselho com o Comitê de Auditoria. Nesse sentido, aqui no Brasil o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBCG – se pronuncia afirmando que o Conselho Fiscal não substitui o Comitê de Auditoria, pois, enquanto este é um órgão de controle com funções delegadas pelo Conselho de Administração, aquele é um instrumento de fiscalização com atribuições definidas diretamente pelos sócios.

6. O advento da Lei *Sarbanes-Oxley* e seus efeitos:

Verificamos no guia da Deloitte – *Lei Sarbanes-Oxley: Guia para melhorar a Governança Corporativa através de eficazes controles internos* – que a *Lei Sarbanes-Oxley* reescreveu as regras para a Governança Corporativa, e por esta razão não se pode deixar de realizar alguns comentários acerca dessa legislação. Nesse sentido, a *Lei Sarbanes-Oxley* foi criada com o objetivo de desestimular as fraudes, tais como participações não registradas nos livros ou reconhecimento impróprio de receitas que não serão realizadas, por meio de medidas que intensificam as conferências internas e aumentam a responsabilidade dos executivos. Em síntese, podemos dizer que a *Lei Sarbanes-Oxley* estabelece medidas para intensificar as conferências internas e aumentar a responsabilidade dos executivos pelos atos de gestão praticados.

A *Lei Sarbanes-Oxley* torna os Diretores Executivos e os Diretores Financeiros explicitamente responsáveis por estabelecer, avaliar e monitorar a eficácia dos controles internos sobre os relatórios financeiros e as divulgações. Há nessa legislação uma forte ênfase no controle interno, que deve impulsionar o sucesso da companhia a partir de três dimensões: eficácia e eficiência das operações; confiabilidade dos relatórios financeiros; e o cumprimento das leis e regulamentos aplicáveis.

Santos (2005) assinala que a *Lei Sarbanes Oxley* foi promulgada em agosto de 2002, após a ocorrência de vários escândalos contábeis, tais como os das empresas *Enron* e *WorldCom*. Trata-se de uma lei de reforma corporativa, voltada para dar maior publicidade às informações e proporcionar fiscalizações preventivas pela SEC – *Security and Exchange Commission* (Comissão de Valores Mobiliários dos Estados Unidos). Em razão de suas inovações, esta foi a legislação de maior impacto no mercado de capitais dos Estados Unidos, desde a década dos anos 1930, quando foi criada a SEC.

O objetivo principal da *Lei Sarbanes Oxley* consiste em coibir a conduta antiética de administradores e auditores. Assim, a lei surgiu para restaurar a confiabilidade nas demonstrações contábeis e financeiras e, com isso, incentivar o investimento na Bolsa de Valores. A *Sarbanes Oxley* é bem ampla e aumenta o grau de responsabilidade desde o presidente e a diretoria da empresa até as auditorias externas e os advogados contratados. A referida lei introduz regras bastante rígidas de governança corporativa, procurando dar uma maior transparência e confiabilidade aos resultados das empresas, instituindo severas punições contra fraudes empresariais e dando maior independência aos órgãos de auditoria.

A SEC é a entidade responsável pela regulamentação da nova lei, incluindo a criação do Comitê de Contabilidade (*Public Company Accounting Oversight Board*). A *Sarbanes Oxley* apresenta um rol de responsabilidades e sanções, tipificando uma série de crimes que podem ser

praticados por administradores e auditores. Por exemplo, foram proibidas as práticas contábeis que possam expor qualquer sociedade anônima a um risco, sem que haja um provisionamento prévio, e também foram vedados os empréstimos para membros do Conselho de Administração ou Diretoria.

Qualquer violação à lei *Sarbanes Oxley* prescreve em 5 anos, a partir do fato gerador, ou em 2 anos após a descoberta de sua ocorrência. Com relação à legislação norte-americana contra fraudes empresariais, podemos afirmar que a *Sarbanes Oxley* possui duas vertentes: a primeira procura oferecer um maior controle às atividades de auditoria; e a segunda visa à punição das fraudes praticadas por administradores das empresas, uma vez que as responsabilidades ficam definidas. O núcleo dessas vertentes está sintetizado nas seções 302 e 404 da referida legislação.

A Seção 302 entrou em vigor em agosto de 2002, e impõe níveis de responsabilidade aos Diretores Executivos e aos Diretores Financeiro da Companhia. Esses profissionais devem declarar publicamente que a divulgação dos controles e procedimentos foi implementada e avaliada. Adicionalmente, a SEC exigiu que fosse realizada uma divulgação de controles e procedimentos internos para emissão de relatórios financeiros. Outras regras corporativas foram alteradas, mas destacamos aquela que responsabiliza o Diretor Executivo, juntamente com o Diretor Financeiro, pelos controles internos adotados pela empresa.

Por sua vez, a seção 404 estabelece que seja feita uma avaliação anual dos controles e procedimentos internos adotados pela empresa para a emissão de seus relatórios financeiros. Adicionalmente, um auditor independente deve emitir um relatório que confirme a declaração da alta administração da empresa quanto à eficácia de seus controles internos.

Não obstante o rigor dessa nova legislação, as empresas devem considerar este momento como uma oportunidade de melhorar a eficácia dos processos de seus negócios. Os benefícios mais importantes resultantes da melhoria dos controles internos para divulgação de relatórios financeiros incluem: a melhoria da eficiência e da eficácia do processo de controles internos; a disponibilidade de informações melhor tratadas quando divulgadas aos investidores; e o aumento da confiança dos investidores.

Porém, nem todos os avanços pretendidos surtiram efeitos, e é preciso avaliar os desdobramentos decorrentes da implementação da *Sarbanes Oxley* no ambiente corporativo norte-americano. Branco (2005) destaca que os legisladores não levaram em consideração os custos derivados do cumprimento das normas impostas pela *Sarbanes Oxley*.

Esta inovação legislativa, ao obrigar os agentes do mercado a desempenhar uma autorregulação, desconsiderou os custos dessa tarefa. A *Financial Executives International* (FEI) realizou uma pesquisa sobre o custo do cumprimento das normas da seção 404, referentes à avaliação pelas empresas de seus controles internos no primeiro ano de sua implementação. Em uma amostra de 217 companhias, o custo médio estimado foi de US\$ 4,36 milhões por empresa. Das companhias analisadas, 94% consideraram que os custos incorridos superaram os benefícios desejados pela *Sarbanes Oxley*.

Entretanto, ao lado dos custos diretos, representados pelo aumento do número de horas trabalhadas, pelos pagamentos a auditores independentes e consultores, pelas compras de softwares, e pela elevação da remuneração dos conselheiros e dos valores dos prêmios das apólices de seguros, existem significativos custos indiretos. Estes custos ocorrem em razão da lentidão do processo decisório nas empresas, por conta das maiores exigências de monitoramento de suas atividades, o que pode implicar na perda de oportunidades rentáveis de investimentos. Tais circunstâncias se tornam mais agudas nos casos de empresas que se defrontam com mercados dinâmicos, mais propensos às inovações tecnológicas, o que, por sua vez, requer um grau de flexibilidade que essa nova legislação parece ter restringido.

Os fatos recentes revelaram que os novos deveres e diligências impostos pela *Sarbanes Oxley* provocaram o desvio da atenção dos negócios para o cumprimento de exigências legais, induzindo a um comportamento de maior aversão ao risco, e reduzindo o ritmo de crescimento das empresas. Uma investigação realizada por Ivy Zhang, da Universidade de Rochester, revelou que o mercado

espera que os custos de implementação da *Sarbanes Oxley* superem os benefícios advindos das melhores práticas de governança, o que contribui para reduzir (e não para aumentar) o valor de mercado das empresas.

Por fim, o recente caso da Refco, uma corretora de *commodities* americana que abriu o seu capital em agosto de 2005, em que se descobriu *a posteriori* que o CEO possuía uma dívida não revelada de US\$ 430 milhões com a empresa, revela a fragilidade da *Sarbanes Oxley*, que não logrou proteger os investidores de uma fraude, a despeito de seu rigor.

Podemos concluir a partir destas breves considerações que não basta a existência de normas legais rigorosas, sem um respaldo de adiantamento moral, que apenas o fortalecimento de imperativos éticos é capaz de sedimentar. Vale lembrar que a *Sarbanes Oxley* preconiza a adoção por parte das corporações de um código de ética para seus executivos, que deverá conter formas de encaminhamento de questões relacionadas a conflitos de interesse, divulgação de informações e cumprimento de leis e regulamentos.

7. A Governança Corporativa no Brasil e o Novo Mercado:

Conforme ensinam Galvão *et Alii* (2006), a Governança Corporativa no Brasil evidenciou um nítido marco temporal com a fundação do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBCG), em 27 de novembro de 1995. O IBCG é uma sociedade civil sem fins lucrativos que tem o propósito de ser uma referência nacional em Governança Corporativa, desenvolvendo e difundindo os melhores conceitos e práticas, com vistas a contribuir para um melhor desempenho das organizações, e, por extensão, para uma sociedade mais justa e responsável.

Um outro avanço no campo da governança foi o lançamento, em 1999, do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa no Brasil, que tem sido periodicamente revisto e discutido, além de ter sido submetido a um processo de audiência pública, acolhendo sugestões de profissionais e entidades do mercado.

De acordo com o IBCG, a adoção de práticas de boa governança permitirá que as sociedades obtenham os seguintes benefícios: aumento do seu valor; melhoria de desempenho; acesso ao capital a custos mais baixos; e perenidade. Além disso, a governança deve ser regida pelos seguintes princípios básicos: a transparência; a equidade; a prestação de contas; e a responsabilidade corporativa.

A transparência será evidenciada na medida em que a organização cultivar e incentivar o desejo de informação. Nesse sentido, a boa comunicação interna e externa, não apenas aquelas restritas ao desempenho econômico-financeiro, mas todas as que digam respeito à ação empresarial e à criação de valor, se divulgadas de forma espontânea e célere, criam um clima de confiança tanto internamente, quanto com relação a terceiros.

Para a manifestação da equidade é necessário que a companhia dê um tratamento justo e igualitário a todos grupos minoritários, sejam eles integrantes do capital (*shareholders*) ou das demais partes interessadas (*stakeholders*). Assim, atitudes ou políticas discriminatórias, sob qualquer pretexto, são inaceitáveis.

O sentido da prestação de contas é equivalente ao conceito de *accountability*, da doutrina estrangeira, ou seja, os agentes que praticam a boa governança devem prestar contas de sua atuação a quem os elegeu, e devem responder pelos atos praticados no desempenho de seus mandatos.

Por sua vez, a responsabilidade corporativa incorpora a idéia de que os conselheiros e executivos das corporações devem evidenciar uma visão de longo prazo e sustentabilidade, acolhendo considerações de caráter social e ambiental. Dessa forma, a responsabilidade corporativa amplia o escopo da estratégia empresarial, contemplando todos os relacionamentos com a comunidade onde a empresa atua. A sua função social deve incluir a criação de riquezas, a oferta de empregos, a promoção da qualificação e da diversidade da força de trabalho, bem como o estímulo

ao desenvolvimento científico e tecnológico, e a melhoria da qualidade de vida, por meio de ações educativas, culturais, assistenciais e de defesa do meio ambiente.

Uma vez que o ambiente de mercado assimilava estes conceitos e princípios de Governança Corporativa, as instituições que o representam também puderam se lançar em aperfeiçoamentos nesse campo. Assim, inspirada na bolsa de Frankfurt e com o objetivo de tornar mais interessante o mercado de capitais para o investidor brasileiro, a Bovespa (Bolsa de Valores de São Paulo) criou, em dezembro de 2000, três níveis de Governança Corporativa, aos quais as empresas listadas na bolsa brasileira poderiam aderir, conforme as práticas de governança que estivessem dispostas a adotar. Estes distintos estágios de adesão às práticas de governança tipificarão os Níveis 1 e 2 e o chamado Novo Mercado.

Assinala Fortuna (2005) que, para atingir este objetivo, a Bovespa consolidou estas premissas num regulamento que classifica as empresas em Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDCG). Assim, o grau de compromisso assumido pela empresa em relação ao NDCG permite classificá-la como sendo do Nível 1 ou do Nível 2, ou ainda, do Novo Mercado, que seria o estágio máximo.

Também nessa mesma época a Bovespa passou a divulgar o Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada (ICG), composto por ações de empresas listadas nos Níveis 1 e 2 e no Novo Mercado. Em junho de 2001 começaram as primeiras adesões. As companhias que desejassem aderir aos níveis de governança deveriam assinar um contrato com a Bovespa se comprometendo a adotar um conjunto de práticas diferenciadas de Governança Corporativa.

Para uma empresa estar listada no Nível 1 de governança é necessário que ela assuma compromissos perante os investidores referentes ao fornecimento de informações que auxiliem na avaliação do valor da empresa. Dessa forma, além das informações contidas nos relatórios de informações trimestrais (ITRs) e relatórios de informações anuais (IANs), que são encaminhadas por todas as empresas listadas em bolsas, as empresas listadas no Nível 1 deve fornecer as seguintes informações adicionais: demonstrações financeiras consolidadas; demonstração do fluxo de caixa; abertura da posição acionária para os acionistas que detiverem mais de 5% do capital votante; quantidade e características dos valores mobiliários de emissão da companhia detidos por diretores e membros do Conselho de Administração; quantidade de ações em circulação e sua proporção em relação ao capital total por tipo e classe.

Para aderir ao Nível 2 de governança, é preciso que a empresa, além de cumprir a todas as exigências requeridas para o Nível 1, divulgue suas demonstrações financeiras de acordo com os *USGAAP* e com os *IAS GAAP* (*USGAAP* e o *IAS GAAP* são, respectivamente, Princípios Contábeis Norte-Americanos e Princípios Contábeis Internacionais). Para o cumprimento desse requisito a Bovespa concede um prazo de dois anos. Além disso, as empresas listadas nesse nível devem aderir à Câmara de Arbitragem para a resolução de conflitos societários e oferecer o benefício do *Tag Along*, que assegura a extensão das condições oferecidas aos acionistas controladores, no caso de venda do controle da companhia, aos demais acionistas minoritários.

Com relação ao nível mais elevado, o Novo Mercado, Ferreira (2005) nos informa que se trata de um segmento de listagem destinado à negociação de ações emitidas por empresas que se comprometem, em caráter voluntário, com a adoção de práticas de governança adicionais ao que se exige para a inclusão nos Níveis 1 e 2. Via de regra, tais práticas referem-se aos seguintes aspectos: a adoção de regras societárias que equilibrem os direitos dos acionistas, a despeito de serem controladores ou investidores; ampliação do nível de *disclosure*; emissão exclusivamente de ações ordinárias; distribuição pública mínima de R\$ 10 milhões; e existência de, no mínimo, 500 acionistas.

Conclusões:

Neste trabalho foi possível caracterizar as múltiplas dimensões que a Governança Corporativa possui, destacando seus principais aspectos. Além disso, foi evidenciada a sua complexidade e refinamento teórico-conceitual. O trabalho descreveu também os atores relevantes no processo de Governança Corporativa, demonstrando suas inter-relações e a necessidade do estabelecimento dos controles internos e da auditoria externa, para assegurar a veracidade e legitimidade dos atos de gestão. Foi realizada uma apresentação da lei Sarbanes-Oxley, em razão de sua importância para a Governança Corporativa num contexto de empresas transnacionais. Foram listadas algumas evidências de que a Governança Corporativa promove benefícios em termos de agregação de valor para as organizações.

Não obstante, sobretudo em razão do curto horizonte de tempo analisado, não são abundantes as fontes de cognição no sentido de que a Governança Corporativa é capaz, apenas com sua materialização, de promover uma efetiva agregação de valor ao negócio, em termos de um desempenho superior dos retornos desse segmento nos mercados de capitais. Embora tal fato tenha sido verificado aqui no Brasil, na janela de tempo observada, e ainda existam registros que corroborem esta verificação, conforme o registro de Grinblatt (2005), o estudo da agência *The Corporate Library* (TCL) enfraqueceu um pouco a suposição inicial, de forma que podemos afirmar com ressalvas que a Governança Corporativa é um fator de aumento de valor das empresas e fator objetivo de redução do custo de capital.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS:

BARONTINI, GIOVANNI. A Nova Era da Governança Corporativa. *in* Revista Relação com Investidores n° 91. – Rio de Janeiro: IMF Editora Ltda, setembro de 2005.

BRANCO, ROBERTO CASTELLO. Excesso de regulamentação: o caso da Sarbanes-Oxley. *in* Revista Relação com Investidores n° 93. – Rio de Janeiro: IMF Editora Ltda, novembro de 2005.

DAMODARAN, ASWAT. Finanças Corporativas teoria e prática. Tradução Jorge Ritter. – Porto Alegre: Bookman, 2004.

FERREIRA, JOSÉ ANTÔNIO STARK. Finanças Corporativas: conceitos e aplicações. – São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2005.

FORTUNA, EDUARDO. Mercado financeiro: produtos e serviços / Eduardo Fortuna. 16ª edição – Rio de Janeiro: Qualitymark Ed., 2005.

GALVÃO, ALEXANDRE & RIBEIRO, ÉRICO. Mercado Financeiro: uma abordagem prática dos principais produtos e serviços. – Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.

GRINBLATT, MARK. Mercados financeiros e estratégia corporativa. Tradução Jorge Ritter. 2. ed. – Porto Alegre: Bookman, 2005.

ROSSETI, JOSÉ PASCHOAL & ANDRADE, ADRIANA. Governança Corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências. – São Paulo: Atlas, 2004.

SANTOS, ROSANE GOMES DOS. O Papel da legislação americana Sarbanes Oxley no processo de Governança Corporativa e seus impactos no mercado de capitais do país. Niterói: Monografia de Conclusão de Curso de Pós-Graduação – PGCF/UFF, 2005.

ZYLBERSZTAJN, DECIO & SZTAJN, RACHEL. Direito e Economia. – Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.