TCC;UNICAMP
L239g
1290004326/IE

Governança co

1290004326
TCC;UNICAMP
L239g
IE

DADE ESTADUAL I

CEDOC - IE - UNICAMP

Monografia

Governança Corporativa e o seu impacto no desenvolvimento econômico

Aluna: Evelyn Meybe Landsberger

RA: 043247

Orientador: Prof. Dr. Célio Hiratuka

Hiratuka, Celio

CEDOC - IE - UNICAMP

Novembro de 2009

Índice

1 Introdução 3

2. Fundamentação Teórica 5

2.1 Aspectos conceituais e principais desenvolvimentos teóricos.....5

2.2 Desenvolvimentos da Governança Corporativa no Brasil.....14

3 Modelos de governança corporativa: modelo anglo-americano X modelo conglomerado.....20

4 Debate recente sobre governança corporativa e desenvolvimento econômico.....29

5 Conclusão.....40

6 Referências Bibliográficas.....43

1. Introdução

A governança corporativa atualmente vem sendo muito discutida no cenário empresarial moderno, principalmente depois dos escândalos da Enron e WorldCom. O que observamos é que hoje os problemas de agência, segundo La porta (1999), não giram mais em torno dos problemas apresentados por Berle e Means, entre acionistas e gestores, mas sim entre acionistas minoritários e majoritários quem tem o controle quase que total sob aqueles que gerenciam o negócio. Nesse sentido, quando empresas recorrem ao mercado de capitais, é essencial que algumas práticas de governança sejam adotadas.

Muito se tem ressaltado sobre a importância de uma boa governança corporativa para o desenvolvimento do mercado de capitais e o desenvolvimento econômico de forma geral. Pode-se observar que o próprio conceito de governança corporativa sofre intensas mudanças a medida que o dinamismo dos mercados altera as relações entre controle e propriedade nas empresas. A estrutura da maioria das modernas empresas esta baseada na separação entre propriedade e controle. Os processos de decisão dessas empresas baseiam-se muitas vezes nesta estrutura, e todo este conjunto constitui o modelo de Governança Corporativa da empresa. Diante deste cenário, pergunta-se: de que forma a governança corporativa ao longo dos anos pode contribuir para o desenvolvimento econômico das diversas economias e ainda, de que forma estes conceitos estão relacionados?

Ao responder estas perguntas, esta monografia tem por objetivo primeiramente analisar o que foi e o que é a governança corporativa, além de entender suas diferenças significativas que variam de país para país, e economia para economia. O capítulo 2 tem como objetivo verificar o arcabouço teórico sobre governança corporativa e entender

como o conceito e em que medida foi sendo implementado pelas empresas brasileiras. No capítulo 3, pretende-se analisar quais são as principais diferenças entre os dois principais modelos de governança adotadas no mundo, suas características, vantagens e fraquezas. Por fim no capítulo 4, pretende-se entender de que forma a governança corporativa pode contribuir para o desenvolvimento econômico e em que medida é dada essa relação de causalidade, através do desenvolvimento do mercado de capital.

Este tema aparece como relevante, uma vez que a governança corporativa no mundo e no Brasil tem se mostrado um assunto importante para a maioria das companhias que estão deixando, cada vez mais, de serem companhias familiares para serem companhias públicas. No Brasil, o debate se torna ainda mais interessante, pois a governança corporativa está se apresenta em plena fase de amadurecimento.

"Governance is synonymous with the exercise of authority, direction, and control. These words seem strange, however, when used in the context of a free-market economy. Why do we need any form of authority? Isn't the market responsible for allocating all resources efficiently without the intervention of authority? The basic (neoclassical) undergraduate microeconomics courses rarely mention the words authority and control."

Zingales (2000)

2. Fundamentação Teórica

2.1 – Aspectos conceituais e principais desenvolvimentos teóricos

Em definições mais recentes podemos dizer que governança corporativa pode ser entendida como um conjunto de princípios, regras e processos que regem os mecanismos de gestão da empresa com o objetivo de otimizar o seu desempenho ao proteger todas as partes relacionadas, tais como investidores, empregados, credores, clientes, fornecedores, bancos, controladores, entre outros, maximizando a riqueza destas partes e minimizando oportunismos. Mas para entender como a definição chega a este patamar é preciso entender como se desenvolveu as teorias sobre governança corporativa e as várias interpretações dadas a ela.

Os clássicos problemas relacionados à Teoria da Agência foram expostos pela primeira vez por Adolf Berle e Gardine Means em 1932. Eles observaram que a propriedade e o controle em uma grande corporação estavam sendo freqüentemente separados. (Williamson,1996, p.172). Essa observação implicou no desenvolvimento de algumas práticas que pudessem buscar soluções aos conflitos de interesses resultantes do afastamento entre os acionistas e administradores. Esse problema ocorre quando o agente que deveria agir em função de maximizar os ganhos do principal ou acionista age em função de maximizar seus interesses pessoais, os administradores podem querer a empresa mais forte e segura ao invés de maximizar o retorno do acionista destruindo o valor corporativo (Milgrom & Roberts, 1992).

Como se pode observar no início dos anos 1930, os acionistas aceitaram a perda de controle das companhias em troca de maior liquidez. Mas Berle e Means consideravam a soberania dos acionistas mais importantes do que a soberania dos administradores, isso porque eles concordavam que a concentração do poder nas firmas não pode ir contra a supremacia dos acionistas ou a defesa dos direitos de propriedade ao menos que os acionistas renunciem a liquidez do capital. Eles argumentavam que os mecanismos legais por si só, que surgiram como mecanismos que pudessem buscar soluções para estes conflitos, não eram suficientes para resolver os problemas de agência.

Então quando a despersonalização das firmas vai acontecendo, a solução vista por Berle e Means foi limitar o poder dos administradores, mas não para proteger aqueles que manejam as decisões e sim aqueles que são afetados pelas decisões dos administradores.

A idéia, portanto, de Berle e Means era tal que a liquidez nos mercados de capital repensasse a natureza do poder dentro das grandes companhias: este poder deveria ser exercido por todos os constituintes da organização. A firma tem que ser interpretada não com um objeto de propriedade, mas como uma instituição que deve ser governada como uma propriedade. Embora muitos autores discordassem das interpretações de Berle e Means, seu diagnóstico entre a separação e controle e propriedade foi amplamente adotado nos Estados Unidos. E por mais de trinta anos, as empresas se organizaram de uma forma mais estruturada, de tal modo que os administradores fossem encarados como as principais figuras da economia norte-americana para aproveitar as oportunidades de ganhos de economia de escala e escopo.

Alguns anos mais tarde, em 1960, alguns teóricos desenvolveram outra teoria que modificava o entendimento neoclássico conectando todos os comportamentos no

que diz respeito aos direitos de propriedade. A idéia era simples: o mercado puniria os administradores que agirem de modo desfavorável aos acionistas levando a conseqüente depreciação os preços das ações. Berle e Means subestimaram este mecanismo que limita o espaço de manobra dos administradores. A perspectiva desta teoria da agência é seguir o objetivo da firma, ou seja, maximizar a utilidade dos acionistas. Os acionistas devem garantir que contratos sejam assinados para reduzir os conflitos de interesses para o nível mais baixo.

Esta teoria da agência teve profunda influência nos debates sobre governança corporativa. Ela contribuiu para a interpretação que hoje predomina: a governança corporativa negocia com as relações entre acionistas e administradores. Administradores são credores dos acionistas, ou seja, são aqueles responsáveis por gerir de forma eficiente os recursos dos mesmos e a obrigação do conselho de administração é garantir a qualidade dos serviços dos mesmos.

Nessa mesma época, Coase também apresentou os princípios da economia dos custos de transação, ou seja, como se delimita os limites da firma entre produzir ela própria seus insumos ou adquiri-los no mercado, decorrendo daí questões relacionadas ao escopo vertical que a firma deve assumir. Após cerca de 40 anos de relativo abandono dos temas aqui explicitados, a partir dos anos 1970 o enfoque contratual das relações econômicas passou a despertar renovado interesse nos meios acadêmicos e financeiros (Siffert Filho, 1998).

"A teoria da agência é uma das principais vertentes da Teoria dos Contratos, juntamente com a teoria dos custos de transação, e relaciona-se não apenas com a ocorrência de assimetria de informações entre os agentes, mas também com o direito de propriedade e os contratos. O direito de propriedade possui efeitos em termos de incentivo, ao passo que o problema do agenciamento, por exemplo, relaciona-se com a

cessão de direito de decisão ao agente por parte do principal." (Siffert Filho,1998). Desta forma, a teoria da agência ganha importância na medida em que contém os elementos básicos, com os quais lidam os contratos inter e intra-organizações.

Segundo Lazonick & O' Sullivan (2000) os teóricos da agência afirmam que na governança das corporações os acionistas devem ser o foco e os administradores seus agentes. Isso porque os administradores são indisciplinados pelos mecanismos de mercado, eles podem oportunamente usar o controle da corporação para alocar os recursos de tal maneira que os retornos venham para o "próprio bolso".

Um dos conceitos recente de governança corporativa, afirma "que a governança corporativa pode ser definida como o conjunto de regras e procedimentos para garantir que uma companhia seja administrada adequadamente, que os diretores certos sejam nomeados com suas regras definidas e que os diretores se comportem apropriadamente, segundo a lei e a melhor prática. O modo como as companhias são conduzidas varia amplamente entre os países e não existe um modelo universal simples que possa ser seguido." (Parrerias, 2003).

Outro conceito de governança, segundo Siffert-Filho (1998), é tal que a governança corporativa está relacionada aos sistemas de controle e monitoramento estabelecidos pelos acionistas controladores de uma determinada empresa ou corporação, de tal modo que os administradores tomem suas decisões sobre alocação dos recursos de acordo com o interesse dos proprietários. Para ele a estrutura de propriedade da firma é um dos principais determinantes da governança corporativa. Como podemos observar, o conceito de governança corporativa vai sofrendo alterações através dos anos e a medida que os mercados vão se tornando mais dinâmicos. Podemos notar diferentes tipos de enfoques e definições, mas a maioria deles sempre enfocam em torno dos problemas de agência oriundos da separação entre controle e propriedade.

Podemos explicar a partir dos argumentos defendidos por Williamson (2008) o porquê a estrutura de propriedade da firma é atualmente determinante da governança corporativa. Primeiro ele afirma que a concentração de propriedade por parte de grandes acionistas pode incentivá-los a tomar uma posição ativa, com interesse no desempenho da firma e na implementação de mecanismos de monitoramento dos administradores. Segundo, o fato de os administradores deterem ações pode afetar os incentivos com que contam para maximizar o valor para os acionistas, em vez de desenvolverem seus próprios objetivos. Terceiro: os proprietários que têm portfólios diversificados não serão avessos a uma postura de maior risco por parte da firma, ao passo que proprietários com uma parcela significativa de sua riqueza em uma única firma tendem a propor estratégias corporativas de baixo risco. Quarto: a liquidez da propriedade pode afetar a preferência temporal dos proprietários e o comportamento de investimentos das corporações. Quinto: as estruturas de propriedade integrada (hierarquias) podem reduzir os custos de coordenar transações com alto grau de especificidade dos ativos.

De acordo com Carvalho (2001) o conceito de governança é tal que a governança consiste no conjunto de mecanismos pelos quais os fornecedores de capital para as empresas se asseguram de que receberão retorno adequado sobre seus investimentos.

Como já afirmamos anteriormente, embora haja diversas definições de governança corporativa, a maioria das definições diz que um sistema de governança corporativa emerge justamente para procurar resolver o problema de agência oriundo da separação da propriedade do controle das corporações. Além disso, outro fator em comum está relacionado com a solução para o problema da agência, ou seja, na medida em que uma grande corporação tem sua propriedade pulverizada e seu controle entregue a executivos não proprietários coloca-se o problema de como garantir que o

comportamento destes executivos esteja alinhado com a maximização do valor para os acionistas.

Alguns autores afirmam que, na perspectiva da teoria da agência, a preocupação maior é criar mecanismos eficientes para garantir que o comportamento dos executivos esteja alinhado com o interesse dos acionistas. A minimização dos custos de agência, causados pelos conflitos de interesse entre administradores e proprietários, depende da presença de um conjunto de mecanismos internos e externos que alinhem os interesses dos gestores aos de todos os acionistas. Como exemplos de mecanismos de governança temos o conselho de administração, a estrutura de propriedade e controle, a política de remuneração, a estrutura de capital, a publicação de relatórios regulares pelas companhias, dentre outros.

Ao trazer a discussão para o contexto atual, o que antes se entendia como manobras para enfrentar os problemas de agência hoje se entende por governança corporativa. A governança corporativa, portanto, trata de assuntos relacionados à direção e o controle de uma organização, onde as utilizações de certas ferramentas econômicas e legais objetivam proteger os direitos dos acionistas e dos investidores em uma sociedade. Muito se questiona com relação aos impactos no valor da empresa comparado com seu valor de mercado e o uso dos recursos financeiros das empresas se estas apresentam fraca governança corporativa, ou seja, uma gestão qualidade baixa. Muitos autores confirmaram que empresas com uma fraca governança corporativa dissipam o caixa rapidamente e reduzem significativamente a performance operacional, o que não ocorre em companhia com boa governança.

O que observamos é que hoje os problemas de agência, segundo La porta (1999), não giram mais em torno dos problemas apresentados por Berle e Means, entre acionistas e gestores, mas sim entre acionistas minoritários e majoritários quem tem o

controle quase que total sob aqueles que gerenciam o negócio. Essa mudança de ótica trouxe a percepção de que governança corporativa pode ser definida de várias maneiras, dependendo do problema de agência que se considera.

Quando grandes investidores controlam a companhia, suas políticas podem resultar em expropriação dos acionistas minoritários. Tais empresas não são atrativas para pequenos investidores e podem resultar em perda de valor de suas ações. Como a liquidez depende muito do número de participantes do mercado, a presença de investidores minoritários constitui uma condição importante para o desenvolvimento do mercado de capitais e a negociação dos papéis emitidos por uma empresa. Sendo assim, é importante que os minoritários tenham os seus direitos societários assegurados, do contrário eles preferirão aplicar seus recursos em investimentos mais seguros. Nesse sentido, quando empresas recorrem ao mercado de capitais, é essencial que algumas práticas de governança sejam adotadas. Para que as ações dos administradores estejam alinhadas com o real interesse dos acionistas, devem-se adotar medidas de controle, monitoramento e incentivo. Deste modo, acredita-se que esses mecanismos de boa gestão empresarial proporcionam além de segurança, o alinhamento dos interesses entre proprietários e administradores.

O conceito de governança corporativa vem sofrendo intensa mutação nas últimas décadas, principalmente a partir dos anos 1970 quando a questão do retorno máximo para o acionista encontrou um novo suporte: os investidores institucionais. A partir deste momento discussões envolvendo o tema e a evolução de práticas de governança foi particularmente intensa durante a última década nos Estados Unidos e no Reino Unido, cujos investidores institucionais passaram a assumir importante papel no financiamento de empresas no mundo inteiro. Esse cenário também vem se repetindo no Brasil nos últimos anos, quando as empresas brasileiras passaram por profundas

mudanças na estrutura de propriedade e gestão e quando depois de um período de estabilidade macroeconômica, as empresas deixaram de realizar investimentos via capital próprio ou com empréstimos bancários e passam a abrir capital como maneira de captar recursos para a sua expansão. Antes de 1994, o cenário desfavorável brasileiro, com intensos desequilíbrios macroeconômicos, a inflação e níveis estratosféricos, a intensa vulnerabilidade externa e os juros altos, eram grandes entraves ao desenvolvimento do mercado de capital brasileiro, e conseqüentemente também funcionavam como um gargalo as melhoria de práticas de governança, uma vez que estas duas variáveis caminham na mesma direção. Além destes aspectos, outro gargalo do desenvolvimento do mercado de capitais e da governança das empresas brasileiras é decorrente da inadequação das instituições de governança empresarial e das instituições jurídicas que ainda são ineficazes na promoção das melhorias nas práticas de governança como veremos no capítulo dois.

As captações de recursos no mercado são fundamentais para a viabilização do crescimento de todas as empresas, sejam elas privadas ou públicas, isso porque uma alavancagem muito abaixo de um nível ótimo pode levar o setor empresarial a uma situação de baixo investimento e à ineficiente alocação de recursos na economia como um todo. Desta forma, quando se separa propriedade e gestão de uma determinada empresa por meio de oferta pública de ações, ganha-se uma maior importância a elaboração de uma série de mecanismos que protejam os interesses daqueles que viabilizaram o investimentos frente àqueles que vão geri-lo. "O mercado de capitais cada vez mais ativo e competitivo e o alto grau de alavancagem vivido pelas empresas acentuaram a importância da transparência nas práticas empresariais." (Vieira e Mendes, 2004. p.108). Como argumentamos, a governança corporativa aparece como um importante mecanismo desse processo, pois as práticas que visam total transparência

das informações, associadas a uma política de gestão voltada para minimizar a assimetria de informação entre gestores e acionistas, são o ponto central do seu desenvolvimento. Podemos dizer, portanto, que mediante um cenário favorável para a captação de recursos via abertura de capital o maior interesse é garantir que os acionistas tenham amplo acesso às informações, para que desta forma a redução da assimetria de informação presente nos mercados diminua e, conseqüentemente, reduzam os custos e aumentem a captação de recursos das empresas.

Verificamos várias definições sobre governança corporativa nas empresas, mas de modo geral podemos dizer que em sua essência, a **governança corporativa** tem como principal objetivo recuperar e garantir a confiabilidade em uma determinada empresa para os seus acionistas. Criando um conjunto eficiente de mecanismos, tanto de incentivos quanto de monitoramento, a fim de assegurar que o comportamento dos executivos esteja sempre alinhado com o interesse dos acionistas.

2.2 – Desenvolvimento da Governança Corporativa no Brasil

Embora o mercado de capitais brasileiro tenha se desenvolvido de forma acelerada nos últimos anos, os fracos mecanismos de governança têm sido apontados como uma das causas do baixo desenvolvimento do mercado acionário brasileiro. Embora mudanças recentes nos âmbitos legais e institucionais entre controladores e acionistas minoritários possam ajudar o mercado local a se desenvolver, a maioria dos problemas persiste e os obstáculos para uma reforma ainda são muitos. Sabe-se que o financiamento de longo prazo para as empresas já foi algo difícil de ser encontrado, e a inexistência de procedimentos de governança que ofereçam proteção adequada aos acionistas, somados ao fato de muitas empresas brasileiras serem já foram (e algumas ainda são) familiares pode agir contra uma administração eficiente no que concerne a governança corporativa.

Nos dias atuais há determinados órgãos, como o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), que definem a governança corporativa brasileira da seguinte maneira: "Governança Corporativa é o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre Acionistas/Cotistas, Conselho de Administração, Diretoria, Auditoria Independente e Conselho Fiscal. As boas práticas de governança corporativa tema finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para a sua perenidade." (IBGC, 2004, p.6) Para o IBGC, a facilitação da captação de investimentos é resultante do fato de que empresas que possuem boa governança corporativa deixam os prováveis investidores tranqüilos quanto a eventuais problemas de conflitos de interesse.

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) define Governança Corporativa como um conjunto de práticas que otimizam o desempenho de uma companhia

protegendo todas as partes interessadas, sejam elas investidores, empregados ou credores. Para a CVM a adoção dessas práticas facilita o acesso das empresas ao capital (CVM, 2002).ter objetivos que são contrários aos interesses dos acionistas.

Em função da importância da governança corporativa para o desenvolvimento dos mercados de capitais, a BOVESPA criou um mecanismo de adoção voluntária das empresas brasileiras a certos níveis de governança. Esses níveis estabelecem algumas práticas de governança que a empresa que livremente o aderiu deve cumprir, há a possibilidade da passagem de um nível de governança menor para um nível de governança superior o que aumenta o grau de segurança oferecido aos acionistas além de uma menor volatilidade das ações. Ao estabelecer estes níveis de governança, a Bovespa pretende que os critérios determinados para os diferentes níveis guardem uma forte correlação com a valorização e a menor volatilidade das ações.

Um dos níveis de governança é o chamado Novo Mercado, ou seja, são empresas que se comprometeram voluntariamente com a adoção de práticas de governança corporativa adicionais em relação ao que é exigido pela legislação. A premissa básica do Novo Mercado é tal que a valorização e a liquidez das ações são influenciadas positivamente pelo grau de segurança oferecido pelos direitos concedidos aos acionistas e pela qualidade das informações prestadas pelas companhias reduzindo, portanto, os seus custos de captação. Outros níveis de governança são os chamados Nível 2 e Nível 1, estes níveis de governança foram desenvolvidos com o objetivo de proporcionar um ambiente de negociação que estimulasse o interesse dos investidores e a valorização das companhias. Estes segmentos têm melhorias de pratica de governança corporativa que ampliam os direitos societários do acionista minoritário e aumentam a transparência das companhias As Companhias Nível 2 se comprometem a cumprir as regras aplicáveis ao Nível 1 e, adicionalmente, um conjunto mais amplo de práticas de

governança relativas aos direitos societários dos acionistas minoritários. As Companhias Nível 1 se comprometem, principalmente, com melhorias na prestação de informações ao mercado e com a dispersão acionária.

Segundo Coutinho e Rabelo (2003) o maior obstáculo para melhorias na governança corporativa brasileira está relacionado com o alto grau de expropriação do acionista. Não é claro, portanto, se o fato de um maior acesso aos recursos de longo prazo irá melhorar o controle e dar maiores direitos por parte dos acionistas controladores. Outro obstáculo importante é a natureza do sistema legislativo brasileiro, que será discutido adiante.

A estabilização da economia brasileira pós Plano Real em 1994 foi crucial no desenvolvimento de uma melhor governança corporativa. Entretanto a vulnerabilidade no balanço de pagamentos brasileiro não garantia uma sólida perspectiva macroeconômica de longo prazo, o que com taxas de juros mais baixas e estáveis poderia estimular o crescimento do mercado de capital.

Antes da década de 1990 o que se podia observar na economia brasileira com relação aos financiamentos para as empresas, era um elevado grau de concentração nas mãos do governo. O governo brasileiro era grande responsável pelo acesso a crédito de longo prazo antes deste período, e o Banco Nacional de Desenvolvimento Social teve grande importância nessa estratégia. A grande vulnerabilidade da economia brasileira no período resultava em altos custos de capital. Além disso, a regressão das possibilidades de financiamento doméstico de longo prazo e do mercado de capital atrasou a reestruturação das companhias brasileiras incorrendo na perpetuação de estruturas organizacionais familiares. Estes fatores contribuíram pra que o desenvolvimento da governança corporativa e do mercado de capital brasileiro no período permanecessem estagnados.

Mesmo com os avanços recentes na economia brasileira, e na governança corporativa das companhias, o controle das propriedades é muito concentrado no Brasil. Os principais proprietários são famílias controladoras dos negócios, as famílias que estão por trás do negócio, o estado, ou filiais de empresas multinacionais. Segundo Coutinho e Rabelo (2003), uma importante parte da economia brasileira não é diretamente afetada pela existência de uma estrutura de governança, desde que muitas empresas estrangeiras afiliadas são freqüentemente estabelecidas como companhias abertas e, portanto, não são dependentes do mercado local para conseguir financiamento. O processo de privatização no início da década de 1990 é provavelmente um dos mais significativos eventos para a governança corporativa no Brasil desde o fim do processo de industrialização no país, pois possibilitou uma entrada massiva de novos investimentos e empresas estrangeiras que já possuem maiores avanços neste aspecto. Com isso, segundo Borges e Serrão (2005), houve a ampliação do poder dos conselhos; a presença de um forte mercado de investidores institucionais e os litígios que ajudaram a fazer progredir os controles e a legislação. Dado este cenário pós privatização no Brasil, dois conflitos de agência podem surgir: o primeiro entre os proprietários e os acionistas minoritários (como dito anteriormente) e o outro entre os proprietários.

Por estas características, o conflito entre administradores e proprietários não é importante na governança corporativa brasileira. O elevado poder de concentração dos proprietários implica que o relevante problema da agência no Brasil está relacionado entre os controladores e os acionistas minoritários, pois mesmo com pouco percentual no número de ações as famílias proprietárias ainda tem grande influência na administração das companhias em detrimento dos acionistas minoritários.

De acordo com a Associação Brasileira de Companhias Públicas, a proteção dada aos proprietários não é o principal problema para o desenvolvimento do mercado

de capitais brasileiro. O problema que eles apontam está relacionado com as altas taxas de juros, a estrutura tributária e os altos custos de emissão ações. Não podemos discordar que estes fatores, de fato, exercem impactos negativos sobre o mercado de capital, mas baixas proteções aos acionistas também é um fator que compromete o desenvolvimento de um mercado de capital dinâmico.

Observa-se que a legislação brasileira oferece uma proteção limitada para os acionistas minoritários. Com o mecanismo criado pela BOVESPA, o principal objetivo era mostrar para o mercado como as empresas deveriam tratar seus acionistas (com poder de voto ou não), com a esperança de que isso melhoraria a credibilidade corporativa e contábil das empresas e, portanto, induzir a promoção de uma oferta maior de poupança para o mercado de capital. Mas os problemas brasileiros relacionados ao mercado de capital não são apenas restrita a legislação e regulação correntes, mas inclui também a capacidade de monitoramento feita pelas instituições locais (como a Comissão de Valores Imobiliários) e a ineficiência de um sistema judicial que possua avanços na legislação corporativa.

As mudanças recentes sobre governança corporativa no Brasil nos permitem dizer que este é um dos assuntos centrais para empresas, investidores, órgãos reguladores e governo. Isso pode ser visto em diversas iniciativas, como por exemplo, o Novo Código Civil, a alteração da Lei das Sociedades Anônimas, a Lei de Recuperação de Empresas, a criação do Novo Mercado, os poderes atualmente atribuídos à CVM (Comissão de Valores Imobiliários), a Lei de Parceria Público-Privada e a adesão voluntária de algumas empresas.

No Brasil, só na última década o tema vem ganhando importância em virtude da sofisticação advinda dos movimentos dos grandes conglomerados, dos efeitos da

privatização e da importação de regras globais pela busca de recursos em outros mercados. O foco maior do tema, entre nós, tem sido a proteção dos sócios minoritários, de modo a gerar confiança no investidor.

3. Modelos de governança corporativa: modelo anglo-americano X modelo conglomerado

A diferença nos variados modelos de governança acontece devido aos diversos contextos de negócio e econômico que os países atuam. Segundo Ooghe (2001) as diferenças nos modelos de governança corporativa entre os países não ocorrem devido à forma que os sistemas financeiros estão organizados para administrar suas companhias, mas sim pelo modo que propriedade e controle estão organizados.

São identificados dois modelos clássicos de governança corporativa: o anglo-americano, que prevalece nos Estados Unidos e no Reino Unido, e o nipo-germânico ou modelo conglomerado, que predomina no Japão e na Alemanha (e na maioria dos países da Europa continental). "Esta classificação serve mais como referência analítica, já que a evolução de ambos nos últimos anos tem comprometido de alguma maneira a "pureza" de tais caracterizações. Apesar do modelo anglo-americano ter sofrido críticas nos seus países de origem ao longo dos últimos 10 anos, é possível detectar uma tendência por parte das mais importantes empresas da Alemanha e do Japão no sentido de se aproximarem preferencialmente deste modelo no que diz respeito aos objetivos primordiais da atividade empresarial (especialmente a criação de valor para os acionistas) e às práticas de governança que permitem melhor alcançá-los." (Lethbridge, 1997)

Os modelos de governança corporativa têm chamado particular atenção de acadêmicos, governantes e das empresas nos últimos anos. Muito desta atenção está voltada para as diferenças entre o sistema anglo-americano e seus competidores industriais mais fortes – Alemanha e Japão. O sistema de governança corporativa dos Estados Unidos e Reino Unido ou o modelo anglo-americano de governança é

geralmente baseado em mecanismos de mercado. No caso dos Estados Unidos os mercados são mais líquidos e a propriedade das companhias são relativamente desconcentradas. Por outro lado, o sistema alemão e japonês ou o modelo conglomerado, mantém padrões de propriedade concentrados e o mercado de capital é pouco líquido.

Uma primeira diferença, como brevemente exposto, entre os dois modelos é que o anglo-saxão tem uma baixa concentração no número de acionistas, ao passo que os países europeus e o Japão possuem grupos que detém grandes percentuais no número total de ações (tabela 2). Uma segunda diferença nos dois modelos é a identidade do acionista. Nos Estados Unidos e Reino Unido, a maioria das ações está nas mãos dos agentes das instituições financeiras. Estes pontos são contrastantes quando comparados com Alemanha, França e Itália onde as companhias privadas, as instituições financeiras e as pessoas físicas têm um equilíbrio maior na distribuição das ações. Podemos resumir as principais diferenças entre os dois modelos na tabela 1 abaixo.

Tabela 1

Diferenças entre os modelos de governança corporativa Anglo-Saxão e Conglomerado

Modelo Anglo-Saxão	**Modelo Conglomerado**
Forte Poder dos administradores	Forte poder dos acionistas
Super Investimentos	Conflito de interesses
Problemas de Controle	Recursos Financeiros Limitados
Problemas de curto prazo	Movimento do Fluxo de Caixa

Fonte: OOGHE, H. 2001

Devido à baixa concentração dos acionistas no modelo anglo-saxão, a maioria dos acionistas não tem poder significativo nas companhias. Este fato permite que a administração tenha uma maior poder de decisão na maior parte dos problemas relacionados à empresa. No modelo conglomerado, poucos acionistas tem grandes

percentuais nas ações das empresas e usam deste fator para controlar a companhia e as tomadas de decisão.

Podemos apontar que o modelo anglo-americano é o modelo de maior aceitação mundialmente. Este fato está relacionado a crescente importância do mercado financeiro norte-americano como fonte de recursos para empresas do mundo inteiro e a atuação de seus investidores institucionais, no sentido de pressionarem por determinadas normas de transparência nos demonstrativos econômico-financeiros, bem como de estimularem a disseminação de sua cultura institucional em termos de controle corporativo.

Segundo Lethbridge (1997), no modelo anglo-americano, as participações acionárias são relativamente pulverizadas (nos Estados Unidos, os cinco maiores investidores detêm, em média, menos de 10% do capital de uma empresa), e as bolsas de valores desenvolvidas garantem a liquidez dessas participações (Tabela 2), diminuindo o risco dos acionistas. O mercado, através da variação no preço das ações, sinaliza a aprovação ou não em relação às administrações por parte dos investidores. O sistema exige um nível elevado de transparência e uma divulgação periódica de informações, impondo controles rígidos sobre o uso de informações privilegiadas.

Tabela 2

Concentração acionária nas 200 melhores companhias no Reino Unido (1994)

Maiores Acionistas	Número de Companhias
0-3%	6%
3-5%	30%
5-10%	31%
10-15%	10%
15-20%	4%
20-25%	3%
25-50%	10%
>50%	6%

Fonte: OOGHE, H. 2001

No modelo conglomerado, a propriedade é mais concentrada (na Alemanha, os cinco maiores acionistas detêm, em média, 40% do capital e, no Japão, 25%), e muitas participações acionárias são de longo prazo (Tabela 3). "No Japão, por exemplo, entre 50% e 70% das ações de empresas listadas nas bolsas de valores são detidas por outras empresas, no sistema de participações acionárias cruzadas que une os membros dos keiretsus." (Lethbridge, 1997). Na Alemanha, os bancos usam participações acionárias para fortalecer as relações comerciais com clientes. Nesse sistema, em que a liquidez não é priorizada, os acionistas reduzem o seu risco, colhendo as informações necessárias às suas decisões junto às administrações.

Tabela 3

Concentração acionária nos países europeus

	Porcentagem de companhias listadas com acionistas que detém mais de 50% das ações
Alemanha	63,50%
França	53%
Itália	65,80%
Holanda	50-60%
Bélgica	42,60%

Fonte: OOGHE, H. 2001

No modelo anglo-americano o objetivo primordial das empresas tem sido tradicionalmente a criação de valor para os acionistas, enquanto nos países que se aproximam do modelo conglomerado as empresas devem equilibrar os interesses dos acionistas com aqueles de outros grupos que são impactados pelas suas atividades, como os empregados, fornecedores, clientes e a comunidade. É possível distinguir dois tipos extremos de controle corporativo: *shareholder,* no qual a obrigação primordial dos administradores é agir em nome dos interesses dos acionistas e *stakeholder*, onde, além dos acionistas, um conjunto mais amplo de interesses deve ser contemplado pela ação e pelos resultados da corporação.

As diferenças nos modelos de governança, estão também associadas as diferentes formas de administração e os objetivos das empresas. Alguns autores afirmam que, as relações financeiras nos sistemas alemão e japonês reduzem os custos de agência e permitem os investidores a monitorar os administradores mais eficientemente do que o modelo anglo-americano.

Segundo Kaplan (1997), embora os modelos de governança corporativa sejam diferentes (na Alemanha, no Japão, nos Estados Unidos e Reino Unido), os resultados são muitos semelhantes, isso porque estes países apresentam mercados desenvolvidos e tem características semelhantes. Para entendermos esta dimensão ele diz que é necessário nos atentarmos a duas condições: primeiro diferentes mecanismos de governança tornam-se menos importantes quando as empresas não podem sobreviver se elas não maximizarem, ou seja, os administradores que não forem eficientes na maximização dos resultados colocam em questão a sobrevivência da própria companhia e a governança torna-se pouco importante diante deste cenário. Segundo, as diferenças entre os mecanismos de governança tornam-se menos importantes quando as empresas necessitam de mais capital para expandir, ou seja, se a estrutura de governança permite que os administradores desperdicem recursos, estas firmas não terão acesso fácil a possibilidades de financiamentos. Kaplan afirma que, as diferenças nos modelos de governança importam quando as empresas são mais maduras ou não competitivas, isto porque neste caso as empresas podem sobreviver por um longo período sem maximizar, e desperdiçar recursos no processo, diferentemente quando se tem um ambiente competitivo, com mudanças e crescimento.

Há quem questione quais dos modelos de governança corporativa é o melhor. Para Kaplan (1997), os modelos de governança apesar de suas características particulares, são semelhantes, isso porque não há diferenças claras entre estes modelos

que correspondem aos ganhos das companhias e suas performances no mercado. Quanto mais uma economia for baseada em uma competição de mercado, mais os modelos de governança serão incentivados pelo mercado para se tornarem relativamente eficientes.

"No final dos anos 80 discutia-se, com maior ênfase nos Estados Unidos, a relevância das contribuições de certas características do modelo anglo-americano de governança para a perda de competitividade de empresas norte-americanas frente às japonesas e as vantagens competitivas proporcionadas pelo sistema de governança destas últimas. Nos primeiros anos da década de 90 as atenções se voltaram para a tarefa de corrigir o desequilíbrio de poder surgido no sistema de governança das empresas pela ausência de envolvimento institucional por parte dos investidores, que impactou tanto o desempenho das empresas como para os interesses dos acionistas. Em 1990, as demandas por resultados financeiros imediatos dos investidores institucionais que estavam dominando cada vez mais os mercados acionários, estariam dificultando a adoção, por parte das empresas, de estratégias de longo prazo que permitissem investimentos em projetos de maturação demorada. Contrastando com esta situação dos países anglo-saxões empresas alemãs e japonesas teriam acesso a financiamentos de longo prazo, concedido por bancos com participações acionárias significativas nessas empresas." (Lethbridge, 1997)

Na primeira fase, no final dos anos 80, as críticas ao modelo anglo-americano concentravam-se nos efeitos da atuação de curto prazo de administradores e investidores sobre as decisões de investimento das empresas e sua competitividade. Na segunda fase, no início dos anos 90 a preocupação principal era com o desequilíbrio de poder nas empresas provocado por esta predominância de investidores sem compromisso com elas. Portanto, preocupações com a remuneração incentivada e a capacidade de contestação dos conselhos de administração e dos investidores institucionais passaram

ao primeiro plano e ainda formam o eixo da questão da governança corporativa nos países anglo-saxões. Tradicionalmente, nos países anglo-saxões, a governança corporativa trata da organização da relação entre acionistas e administradores, sendo implícito que os últimos devem prestar contas somente aos primeiros gerindo a empresa com o objetivo primordial de criar valor para os acionistas.

Na terceira fase (a partir de meados dos anos 90) do debate sobre governança corporativa, a validade desse objetivo começou a ser questionada principalmente em certos segmentos políticos, ganhando força a idéia de que, a exemplo do Japão e de muitos países da Europa continental, a empresa não deveria pautar suas atividades somente pelos interesses dos acionistas, mas também de outros grupos (os chamados stakeholders) que sofrem o impacto das decisões tomadas pela empresa, como empregados, fornecedores, clientes e a comunidade em geral.

Esta visão do papel da empresa, principalmente no tocante aos empregados, ganhou adeptos nos países anglo-saxões diante das demissões provocadas pelas reestruturações na indústria na primeira metade desta década, do aumento considerado abusivo dos salários dos principais executivos e do rápido crescimento na lucratividade das empresas.

Na visão anglo-americana contemporânea, a importância das formas de governança dá-se no sentido de sinalizar a existência de um quadro institucional nas corporações que aumente sua capacidade de atrair investidores. Entre estes sinais, destacam-se a remuneração incentivada para altos executivos, os conselhos de administração, que, por sua independência em relação à administração executiva, constituem efetivamente um foro para a representação dos interesses dos acionistas, e a eqüidade de tratamento dos acionistas, sejam eles majoritários ou minoritários. No ponto de vista anglo-americano predomina a idéia de que as estruturas de governança

contribuem para a competitividade das empresas na medida em que estimulam o aporte de capitais e institucionalizam mecanismos que permitem a contestação das administrações.

Dada a caracterização destes modelos, razões históricas de sua origem estariam atrelados aos padrões de industrialização por que passaram o Reino Unido, EUA, Alemanha e Japão. Esse padrão teria estreita correlação com o nível de acumulação e centralização de capitais em cada um destes países, no momento em que se efetivou sua industrialização.

Os mercados norte-americano e inglês nasceram com características bastante semelhantes, tendo um mercado de capitais secundário desenvolvido, com um marco regulatório de proteção aos acionistas forte e eficiente, favorecendo a liquidez. No mercado alemão, por outro lado, o processo de intervenção governamental foi bastante evidente até o fim do nazismo, em 1945, o que contribuiu para a entrada atrasada no processo de industrialização, no pós-guerra. Com referência ao Japão, que também teve seu processo de industrialização posterior aos demais, o papel intervencionista do Estado deu-se de forma ainda mais efetiva.

No Brasil, uma avaliação preliminar - nos termos dos conceitos apresentados no debate nos países anglo-saxões sobre as formas de governança que estão emergindo no processo de reestruturação societária em curso - mostra certas tendências tanto no que diz respeito à priorização dos acionistas como no que se refere ao grau de concentração da propriedade e às formas de monitoramento decorrentes.

O antigo regime industrial brasileiro, ao menos no que diz respeito à presença importante do estado empresário, tinha algumas características do modelo conglomerado, que foram sendo redefinidas com a privatização de alguns segmentos e a adoção de um foco maior na rentabilidade para atrair investimentos para privatizações.

À primeira vista, as discussões recentes em torno da publicação, por parte das empresas, de um balanço social parecem apontar para uma certa penetração no meio empresarial brasileiro de conceitos relacionados ao modelo conglomerdo, ao menos nos seus aspectos sociais: a relação da empresa com seus empregados e com a comunidade. O poder dos investidores está sendo fortalecido pela crescente exposição das empresas brasileiras aos mercados de capitais internacionais, principalmente norte-americanos, no caso de lançamento de ações, habilitando-as a negociar suas ações na Bolsa de Nova York com permissão para aumento de capital.

4. Debate recente sobre governança corporativa e desenvolvimento econômico

No âmbito de economias globalizadas e dinâmicas que começam a se constituir a partir dos anos 1980, podemos perceber que as instituições têm exercido um papel fundamental no desenvolvimento econômico. As empresas e até mesmo o mercado podem exercer grande função do que diz respeito ao crescimento econômico e sua sustentabilidade. O que se pretende observar, é que o bom desempenho das empresas de um determinado país caminha aos mesmos passos que o crescimento econômico, ou seja, as relações de distribuição do controle corporativo influenciam o desenvolvimento do mercado de capitais e tem uma interação com o crescimento econômico. (Siffert Filho, 1998). Mas, pergunta-se: de que forma o desenvolvimento do mercado de capitais e principalmente as práticas de governança corporativa podem contribuir para o desenvolvimento econômico?

Para responder esta questão, vimos no capítulo 1 como o conceito de governança corporativa surgiu e como foi se modificando paralelamente as mudanças ocorridas nos controles das grandes corporações. Além disso, vimos também de que modo se dá a relação entre este conceito e o mercado de capitais. Sendo assim, pode-se observar que em economias regidas pelo capital privado a governança corporativa é importante para a promoção do bem estar social, isso porque em uma economia dependente de investimentos crescentes, a presença de instituições confiáveis, que garantam um ambiente macroeconômico e microeconômico estável e que estimulem o mercado num mundo competitivo, promove o crescimento dos países.

A governança corporativa é vista como essencial principalmente pelas empresas que têm investidores no mercado de ações, pois estas buscam garantir o controle e a forma como administradores alocam os recursos das empresas. Nos países

em desenvolvimento, a predominância de empresas menores que não tinham acionistas, ou o período em que muitas empresas eram propriedades do Estado ajudam a explicar o porquê o significado de governança corporativa era tão confuso nesses países. Somente em 1997/1998 quando emergiram as crises dos países emergentes na Ásia, Rússia e Brasil é que passou a chamar a atenção à qualidade da governança corporativa em alguns poucos países em desenvolvimento. Segundo Omam (2003) a governança corporativa tem um papel importante no crescimento e na melhoria dos fluxos financeiros nos países em desenvolvimento e garantem o crescimento como um todo, além disto, contribui para alcançar o crescimento produtivo sustentável nessas economias.

Sabemos que, quando surge a teoria da agência a maioria das empresas era familiar, ou seja, as empresas tinham uma estrutura de direitos de controle que freqüentemente acarretavam em pequenos montantes de capital investido ou em um baixo grau de alavancagem. Isso acontecia justamente pelo comportamento dos administradores que desviavam os recursos corporativos em função de benefícios próprios resultando em uma má utilização destes recursos e conseqüentemente em um baixo ritmo de crescimento econômico não permitindo que as empresas pudessem adquirir recursos no mercado para o seu crescimento. Quando as empresas deixam de ser familiares e passam a ter uma estrutura diferenciada de separação entre gestão e propriedade, e ainda quando os investidores institucionais passam a ser os principais atores do crescimento da empresa, isso possibilita que o mercado de capital cumpra seu papel funcional, permitindo que as empresas captem recursos no mercado reduzindo seus custos e permitindo investimentos (Morck, Wolfenzon e Yeung, 2004). Sendo assim, para garantir que as empresas continuem captando recursos, realizando investimentos, e mantenham as suas atividades financeiras saudáveis, é essencial que as

instituições contribuam para garantir que os investidores mantenham os seus níveis investimentos. A governança corporativa emerge neste cenário com a proposição de garantir os direitos dos investidores, garantindo, portanto, um mercado mais seguro e desenvolvido onde o mercado de capitais possa estimular o crescimento econômico.

Tendo em vista esta discussão, quando abordamos a governança corporativa e seus impactos sobre o desenvolvimento pensamos diretamente no desenvolvimento do mercado de capitais. Como expusemos no item 2.1, o conceito de governança está atrelado a mecanismos que possam defender os interesses e direitos dos acionistas, neste sentido, se um país não possui um ambiente legal e regulatório que permita a aplicabilidade destes direitos, o desenvolvimento, particularmente do mercado de capitais fica comprometido. Por isso, o papel da governança corporativa é visto em países desenvolvidos como uma maneira de garantir a oferta, reduzir os custos de captação de recursos financeiros que servirão para financiar suas atividades. Entretanto, em países onde as relações contratuais e o sistema jurídico são fracos garantir boas práticas de governança se torna mais difícil refletindo negativamente do desenvolvimento das companhias e da economia como um todo. Alguns resultados desse cenário estão relacionados a um menor dinamismo dos mercados que se tornam mais ineficientes e uma má alocação dos recursos.

Alguns autores ao discutirem a relação entre o papel do mercado de capitais e o estímulo ao crescimento econômico, dizem que em mercados de capitais imperfeitos a desigualdade reduz as oportunidades de investimentos, diminui os incentivos a empréstimos e gera volatilidade macroeconômica. Deste modo, à medida que o mercado financeiro se amplia, tem uma liquidez maior e os direitos de propriedade dos investidores são suficientemente protegidos através de instituições que garantam o

exercício de boas práticas de boa governança, os indivíduos tornam-se mais dispostos a investir seus recursos.

Segundo Morck, Wolfenzon e Yeung (2004) a eficiência dos mercados de capital depende da maneira como o controle corporativo se distribui em uma economia, ou seja, o crescimento econômico é visto como fortemente dependente das instituições que permitem uma melhor distribuição do controle corporativo, do contrário, as elites podem interferir na decisão de investimento de uma economia. O controle concentrado pode levar aos problemas de governança, onde uma pequena elite pode alocar o capital de forma tendenciosa e reduzir o ritmo de inovação, o desenvolvimento do mercado de capitais e conseqüentemente retardam o crescimento econômico.

O que se costuma observar no mundo é que o controle de maior parte das grandes corporações, particularmente em países com instituições regulatórias e uma legislação fraca para a proteção dos acionistas, são predominantemente familiar. Claessens (2000) aponta o percentual de empresas que detêm controle familiar na Ásia: 65% em Hong Kong, 69% na Indonésia, 68% na Coréia, 58% na Malasia, 42% nas Filipinas, 52% em Singapura, 66% em Taiwan (China), e 57% na Tailândia das firmas são controladas por famílias ricas. O que observamos é que o controle familiar ainda é intenso em todo o mundo, com exceção dos estados Unidos e do Reino Unido. Essa situação é importante na medida em que concentra decisões corporativas em poucas mãos, ou seja, ao concentrar os ativos produtivos nas mãos de poucas famílias dando a elas o poder de mercado (tanto o mercado de bens como o mercado de capital), essa situação leva a potenciais conseqüências econômicas como afirmamos acima.

No caso do Brasil, embora tenham ocorrido algumas mudanças recentes no campo legal e institucional que estabelecem as relações entre controladores e acionistas minoritários, podendo ajudar no desenvolvimento do mercado de capitais, muitos

problemas ainda persistem e precisam ser solucionados. Como afirmado no item 2.2, o financiamento de longo prazo ainda é uma prática distante para as empresas brasileiras, isso porque a proteção para os investidores ainda é inadequada, e como dito acima, ainda há muitas famílias que detêm a propriedade de muitas empresas causando uma ineficiência na gerência das mesmas. No Brasil, a inadequação das leis de governança corporativa permite uma autoritária e concentrada influencia nessas estruturas.

Ainda hoje, a insuficiência da captação dos recursos de longo prazo é visto uma deficiência significativa para a competitividade das indústrias, principalmente as empresas nacionais. O setor bancário que sempre ofereceu empréstimos a taxas de juros elevadas, nunca foi capaz de oferecer financiamento de longo prazo a taxas de juros relativamente baixa para as indústrias do país. Além disso, o mercado de capital não tão desenvolvido também é visto como uma barreira ao desenvolvimento, fazendo com que nos anos 1980 as empresas recorressem ao mercado de capitais estrangeiro para financiarem o crescimento (Coutinho e Rabelo, 2003). Sendo assim, pode-se afirmar que a questão do financiamento de longo prazo para as empresas brasileiras, provenientes de uma estrutura fragilidade de governança corporativa, foi uma das principais barreiras na promoção dos investimentos por parte das empresas, e o conseqüente desenvolvimento econômico.

Um adequado sistema de governança corporativa pode trazer muitos benefícios que levam ao desenvolvimento econômico, pois permite que os recursos sejam alocados de maneira eficiente na economia, ou seja, se os mecanismos de governança permitem uma monitoração efetiva da administração, isto tende a reduzir o uso inapropriado dos recursos financeiros das empresas.

Após o período de privatização das empresas estatais brasileiras, observa-se uma relativa mudança na governança corporativa das companhias brasileiras, isso porque

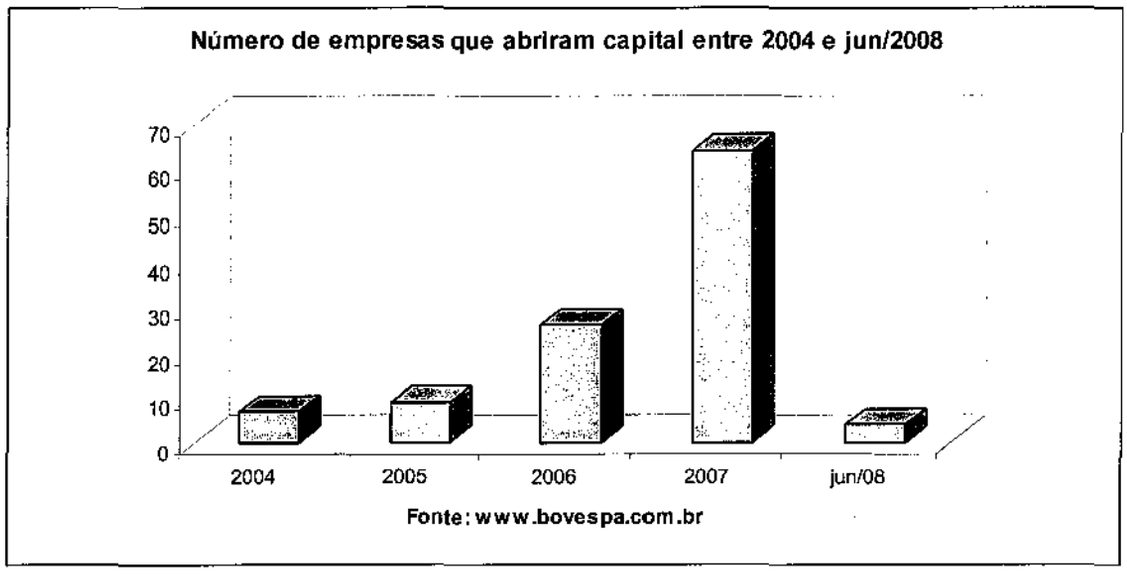
este processo iniciado no começo dos anos 1990 trouxe uma crescente participação dos investidores institucionais domésticos e do fluxo de capital estrangeiro para a Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), mas os efeitos dessa mudança foram limitados. Uma razão para que o cenário brasileiro continuasse com os mesmos gargalos no que diz respeito a governança e desenvolvimento foi que permaneceu a mesma estrutura de propriedade após as privatizações, pois estas continuaram a ser caracterizadas por uma concentração no controles das grandes corporações brasileiras.

O papel do mercado de capital doméstico é importante na promoção de recursos financeiros para o setor privado, particularmente através do mercado de ações. No Brasil, embora nos últimos anos o desenvolvimento do âmbito regulatório e institucional, assim como a estabilidade macroeconômica vem sofrendo mudanças positivas, um estudo sobre o financiamento das empresas brasileiras mostra que somente 6,5% do financiamento que as empresas precisam são provenientes do mercado acionário.

O que podemos verificar é que, atualmente, dado um cenário de maior estabilidade econômica as empresas têm passado por um momento de inflexão no que diz respeito à captação dos recursos no mercado para a promoção do seu desenvolvimento. O desenvolvimento de melhores práticas de governança por algumas instituições como o IBGC e a CVM assim como um cenário favorável à abertura de capital das empresas, tem tornado mais barato o financiamento de recursos o que reflete no boom de IPOs (Initial Public Offering) que aconteceu nos últimos anos como podemos observar no gráfico1. Como nos é perceptível, o avanço das melhorias nas práticas de governança e uma maior transparência das empresas com os investidores, possibilitaram a captação de recursos mais baratos e têm promovido o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro criando um novo cenário de financiamento e

possibilidade de crescimento para as empresas. "O Brasil está dando passos fundamentais para a concretização desse novo ambiente. O principal deles é a evolução que se observa no setor privado, particularmente a crescente sofisticação das Bolsas e a fantástica evolução dos investidores institucionais, que aos poucos se preparam para reproduzir, no país, o papel fundamental que seus similares exercem nas economias desenvolvidas." (Nóbrega, Loyola, Guedes Filho e Pasqual, 2000)

Gráfico 1



Existe, portanto, uma relação entre governança corporativa e o desenvolvimento econômico. Os países que ao mesmo tempo tem uma estabilidade econômica e instituições legais e financeiras estruturadas capazes de suprir os gargalos da alocação eficiente de recursos terão efeitos positivos sobre a economia como um todo a partir do desenvolvimento dos mercados de capital. "Com a abertura de capital, as empresas auferem muitas vantagens. Entre as principais, destacam-se: facilidade na obtenção de recursos para planos de expansão, diluição do risco entre vários sócios, liquidez para o patrimônio dos acionistas, aumento da capacidade de endividamento, melhor imagem institucional da empresa, melhor solução para o problema da sucessão no caso das

empresas familiares, profissionalização na administração da empresa em função da maior transparência de suas operações. As vantagens, é claro, não ficam confinadas nas empresas. Ao investir, as empresas aumentam a produção, geram empregos e renda, proporcionam maior arrecadação. Auferem maiores lucros, mas com o mercado de capitais sua distribuição torna-se mais socializada e pulverizada, beneficiando os investidores diretos ou mesmo os assalariados, que investem através de fundos mútuos e de previdência. Em um processo circular extremamente virtuoso, maior renda significa maior consumo, maior bem-estar, empregos, arrecadação e assim por diante." (Nóbrega, Loyola, Guedes Filho e Paqual, 2000)

É importante ressaltar que em países menos desenvolvidos os mecanismos de governança corporativa são muitas vezes inexistentes ou quando eles existem, são freqüentemente fracos e inefetivos. Entretanto, mesmo em países mais desenvolvidos, problemas relacionados à governança corporativa podem se mostrar como um impedimento ao crescimento econômico. Segundo M & Anderson (1999) os mecanismos de governança corporativa na Itália são tão pouco desenvolvidos que causam impedimentos para o investimento e retardam os fluxos de capital para as empresas, representando, portanto, um bloqueio ao desenvolvimento das mesmas. O que podemos observar, é que entendendo o que é governança corporativa e quais são seus efeitos de curto e longo prazo em uma economia, podemos entender seus impactos, auxiliar em discussões políticas e servir como base para entender as mudanças requeridas em países onde os sistemas de governança corporativa são extremamente fracos.

Uma das mais importantes diferenças entre os sistemas de governança corporativa dos países está no contraste entre propriedade e o controle nas empresas nos como já afirmamos. Os diferentes sistemas de governança corporativa podem ser

diferenciados de acordo com o grau de concentração de propriedade. Enquanto alguns sistemas são caracterizados por um controle de propriedade mais disperso outros se caracterizam por concentrados controle de propriedade onde o controlador pode ser um indivíduo, famílias, instituições financeiras e outras corporações.

Além das diferenças entre as concentrações de propriedade, também existem diferenças significativas no ambiente regulatório dos países. A governança corporativa é afetada pelo ambiente regulatório e legal em que as empresas operam e vice-versa, ou seja, há dois tipos de relação causal entre estruturas de propriedade e o ambiente regulatório. Por exemplo, em um sistema com .fortes proteções aos direitos dos principais acionistas deixa vulnerável a posição dos acionistas minoritários, pois os investidores que detém maior parcela do capital estarão em uma posição mais privilegiada induzindo, portanto, que os investidores minoritários acabem por desistir do controle das empresas devido essa assimetria.

Por outro lado, embora o ambiente regulatório e legal afete a governança corporativa, ele também é, em parte, resultado dos sistemas de governança corporativa. (M & Anderson,1999). Por exemplo, os sistemas com dispersão no controle podem necessitar de uma maior proteção aos direitos dos acionistas. No caso dos Estados Unidos que tem uma estrutura mais dispersa no controle acionário, o ambiente regulatório e legal tem que se adaptar as particularidades deste sistema. No caso de muitos países europeus, o ambiente regulatório e legal está se adaptando ao seu sistema, em particular a proteção aos seus acionistas minoritários. Estas diferenças são importantes tanto para o desenvolvimento das empresas quanto o da economia como um todo, isso porque elas afetam o desenvolvimento econômico através da forma como os acionistas alocam seus recursos com o propósito de realizar investimentos.

Uma outra linha de argumento afirma que as empresas que não adotarem mecanismos de governança que minimizem custos seriam conseqüentemente menos eficientes e poderiam ser substituídas por concorrentes, concluindo, portanto, que para se manter competitivo no mercado é importante manter bons níveis de governança. Esta linha de argumento vai contra as intervenções públicas e diz que os problemas de governança apresentados seriam resolvidos pelos participantes do mercado, mas o que podemos observar é que as instituições não tem sido ineficientes neste cenário. Segundo Lazonick (2006) a teoria neoclássica da firma é a teoria das firmas não inovadoras, ou seja, esta teoria não auxilia na análise de quais instituições de governança corporativa podem contribuir para a inovação e o desenvolvimento econômico. Ele também defende que estas instituições devem contribuir para três condições fundamentais para o desenvolvimento: controle estratégico, integração organizacional e comprometimento financeiro.

Embora a competição dos mercados seja importante nas interações entre governança corporativa e as empresas, ela não pode sozinha resolver as falhas de mercado provenientes das assimetrias de informação e os problemas do agente-principal que são os principais problemas relacionados a governança corporativa. Por exemplo, a competição dos mercados não previne que os administradores acabem por desapropriar parte da renda dos investidores em benefício próprio, e conseqüentemente acabam por alocar de modo inapropriado os investimentos destas empresas. Portanto, para resolver este problema é necessário muito mais do que somente encorajar a competição dos mercados e assim promover investimentos e desenvolvimento.

Como podemos observar a literatura afirma que o desenvolvimento do mercado de capitais depende da instituição de boas práticas de governança corporativa, o que em si dinamizaria o crescimento econômico do país. Sendo assim, "a boa governança

corporativa é essencial para o crescimento econômico liderado pelo setor privado e promoção do bem-estar social, que depende de investimentos crescentes, eficiência do mercado de capitais e desempenho da empresa" (Rogers, P.,Ribeiro, K, Securato J.R.)

O que se pôde observar nos últimos anos, que abalou o mundo corporativo, foram as fraudes contábeis e financeiras nos EUA (Enron, Worldcom entre outras). Estas fraudes colocam em questionamento alguns fatores que estimulam o crescimento das nações: instituições confiáveis, bom cenário macroeconômico e disponibilidade de recursos competitivos. Esse questionamento se dá porque se as práticas de boa governança, supostamente, contribuem para o desenvolvimento econômico e também auxiliar para um ambiente de negócios saudável, a falta de transparência causa o efeito inverso, ou seja, as empresas passam a não confiar nas instituições como antes e a atração de investimentos se vê comprometida.

Corporações de diferentes tamanhos são chaves fundamentais na criação de riqueza nas sociedades modernas. Elas são criadoras de valor e geradoras de emprego. A maneira como as empresas são construídas e governadas é essencial para o desenvolvimento econômico dos países. Sendo assim, ter uma boa governança corporativa significa utilizar forma mais eficientes os recursos, melhor acesso a financiamentos, melhores e maiores condições nas oportunidades de trabalho e melhores chances de desenvolvimento de maneira sustentável. A governança corporativa também é importante para uma maior efetividade das instituições públicas, ela também é pré requisito para atrair maiores investimentos, internos ou externos, e estes possam contribuir para o crescimento sustentável dos países.

CEDOC - IE - UNICAMP

Conclusão

Observando as discussões geradas em torno do tema governança corporativa, verificamos que este é um assunto que tem ressaltado grande importância no desenvolvimento das corporações desde que o conceito surgiu em 1930. As mudanças relacionadas ao próprio conceito de governança se deu de forma intensa a medida que as companhias cresciam e se reorganizavam. A governança corporativa, portanto, passou a interpretar assuntos relacionados à direção e o controle de uma organização, onde a utilização de certas ferramentas econômicas e legais tem o objetivo de proteger os direitos dos acionistas e dos investidores em uma sociedade.

Além disso, outro ponto relevante é o fato de a governança corporativa tornar-se mais relevante à medida que os mercados de capital dos países se tornam mais desenvolvidos. A importância de uma boa governança corporativa para o desenvolvimento do mercado de capitais se mostrou importante para a captação de recursos financeiros e o conseqüente investimento destes recursos por parte das companhias. À medida que os mercados de capital se tornam mais líquidos, transparentes e organizados a atratividade para novas fontes de financiamento se mostra mais intensa o que se torna um dos pilares auxiliares na promoção do desenvolvimento.

Com relação à experiência brasileira, pode-se afirmar que a governança corporativa é relativamente recente e se encontra em fase de desenvolvimento e adequação ao movimento do mercado, principalmente o mercado de capital. A expansão da economia brasileira juntamente com o crescente número de companhias que se tornaram públicas nos últimos anos, exige uma adaptação por parte das empresas e do mercado. No Brasil, o desenvolvimento da governança corporativa é importante para que se tenha mais uma fonte alternativa de recursos na ampliação dos investimentos por parte das companhias brasileiras. Nos anos anteriores, verificamos que o baixo grau de

desenvolvimento do mercado de capital paralelamente a baixa organização de níveis de governança corporativa contribuiu para a fragilidade na atração de investimentos. Hoje, podemos observar que a fragilidade e a vulnerabilidade da economia brasileira é imensamente menor e que as fontes de recursos já não são escassas como anteriormente, embora haja diversos desafios a serem enfrentados.

Podemos observar também que embora haja diferentes modelos de governança no mundo e que estes sigam as regras de mercado e as características de cada país, os resultados que se espera a partir do que o mercado considera como boas práticas são basicamente os mesmos. Os dois modelos aqui apresentados, Anglo-saxão e o germânico, se diferenciam principalmente no seu contexto de negócio: a concentração do poder dos acionistas na empresa e a liquidez do mercado de capital. O que muito autores tem discutido a cerca destes modelos é que estes modelos acabam se convergindo de certa forma, ou irão convergir ao modelo anglo-saxão voltado ao acionista. Mas devido as características específicas, o que podemos afirmar quanto aos modelos é que dificilmente eles se convergirão para um modelo único, isso porque, os diferentes modelos de governança são reflexo da própria cultura, história e economia de cada país.

Outro ponto importante é a relação de causalidade entre governança e desenvolvimento econômico. Essa relação é tal que, à medida que os países passam a ter um mercado de capital mais desenvolvido, melhores condições de financiamentos, uma legislação e respaldo judiciário é que os modelos de governança vão se moldando e tendendo para um modelo ótimo e transparente nestes mercados. Podemos afirmar, portanto, que a governança nos países é um dos pilares fundamentais para que as empresas se organizem e criem um sistema eficiente e uma mercado de capital tal que

promova o crescimento e o desenvolvimento dos países, não sendo portanto questão central quando discute-se o assunto.

Revisão Bibliográfica

AGLIETTA, Michael & REBERIOUX, Antonie *Corporate Governance*: a critique of shareholder value The Saint Goban Center for Economic Studies Series 2005

BORGERTH, Vania M. da C. *SOX: Entendendo a Lei Sarbanes-Oxley* Um caminho para a informação transparente, São Paulo: Thomson Learning, 2007

CARVALHO, Antonio Gledson de *Governança corporativa no Brasil em Perspectiva Revista de Administração*, São Paulo v.37, julho/setembro 2002

CHEW, Donald H. *Studies in International Corporate Finance and Governance System* – A comparison of the US, Japan and Europe Oxford University Press 1997

CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; LANG, L. *The separation of ownership and control in East Asian corporations.* Journal of Financial Economics, Rochester, 2000.

COUTINHO, Luciano & RABELO, Flavio Marcilio *Corporate Governance in development* – The experiences of Brazil, Chile, India and South Africa Center for international Private Enterprise OCDE 2003

CVM. *Recommendations on Corporate Governance.* Junho, 2002. Disponível em <http://www.cvm.gov.br/ingl/public/index2.asp> Acesso em: 02 abr.2008.

IBGC. *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa.* Março, 2004. Disponível em <http://www.ibgc.org.br/CodigoMelhoresPraticas.aspx> Acesso em: 02 abr.2008.

JENSEN, Michael. *A theory of the firm: governance, residual claims, and organizational forms*, 1 ed. Harvard University Press, 2001

LA PORTA, Rafael, LOPEZ DE SILANES, Florencio, SHLEIFER, Andrei e VISHNY, Robert W., *"Investor Protection and Corporate Governance"*,1999. Disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=183908> ou DOI: <10.2139/ssrn.183908>. Acesso em 25.abril.2008.

LAZONICK, William Corporate Governance, Innovative Enterprise and Economic Development Research Paper nº 2006/71 United Nations University

MAHER, Maria; ANDERSSON, *Thomas Corporate Governance: Effects on firm performance and economic growth* Organization for Economic Co-operation and Development, 1999

MILGROW, P. & ROBERTS, J. *Economics, organizations and management.* Ed. Prentice Hall. New Jersey.1992

MONKS, Robert A. G. & MINOW, Nell *Corporate Governance* 1995

OOGHE, Hubert *The Anglo-Saxão Versus the Continental European Corporate model:* Empirical evidence of Board Composition in Belgiun, Vlerick Leuven Gent Management School 2001

PARREIRAS, Fernando S.; Impacto da Migração para os níveis de Governança Corporativa da Bovespa: uma análise do risco; Belo Horizonte, 2003

RAPPAPORT, Alfred. *Creating shareholder value: a guide for managers and investors*. 2. ed. New York: The Free Press, 1998

ROGERS, Pablo, RIBEIRO, Kárem Cristina de Sousa & SECURATO, José Roberto *Governança Corporativa, Mercado de Capitais e Crescimento Econômico no Brasil*

SILVEIRA, Alexandre de M. *Governança Corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil*, São Paulo, outubro de 2002, Disponível em: < http://www.ibgc.org.br/imagens/StConteudoArquivos/Dissertacao_-_Alexandre_Di_Miceli.pdf>. Acesso em 16.abril.2008.

SIFFERT Filho, Nelson. *Governança Corporativa*: Padrões Internacionais e Evidências Empíricas no Brasil nos Anos 90. Revista BNDES n.9, junho de 1998.

VALOR Economico e ERNEST &Young. Cadernos de gestão

ZINGALES, Luigi. *Corporate Governance and the Theory of the Firm*. Villa Borsig Workshop Series 2000 - The Institutional Foundations of a Market Economy, 2000.

Disponível em <http://www.inwent.org/ef-texte/instn/zingales.htm>. Acesso em: 01. maio.2008.

WILLIANSON, Oliver E. *The Mechanisms of Governance*, Oxford University Press, Inc,1999.

XAVIER , Luiz Ferreira Borges ; Carlos Fernando de Barros Serrão *Aspectos de Governança Corporativa Moderna no Brasil* Revista do BNDES, Rio de Janeiro V. 12, DEZ. 2005