

**UNIVERSIDADE DO VALE DO RIO DOS SINOS**  
**PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA**  
**NÍVEL MESTRADO**

**EDMUNDO MAZZOLENI FACCHINI**

**GESTÃO, GOVERNANÇA E MERCADO DE CAPITAIS**  
**Perspectivas das empresas mineiras e gaúchas**

**SÃO LEOPOLDO**

**2009**

**EDMUNDO MAZZOLENI FACCHINI**

**GESTÃO, GOVERNANÇA E MERCADO DE CAPITAIS**

**Perspectivas das empresas mineiras e gaúchas**

**Dissertação apresentada à  
Universidade do Vale do Rio dos  
Sinos – Unisinos –, como requisito  
parcial para a obtenção do título  
de Mestre em Economia.**

**Orientador: Prof. Dr. Igor Morais**

**SÃO LEOPOLDO**

**2009**

**EDMUNDO MAZZOLENI FACCHINI**

**GESTÃO, GOVERNANÇA E MERCADO DE CAPITAIS**

**Perspectivas das empresas mineiras e gaúchas**

Dissertação apresentada à Universidade do Vale do Rio dos Sinos – Unisinos –, como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Economia.

Aprovado em 29 de outubro de 2009

**BANCA EXAMINADORA**

---

Prof. Dr. José Antônio Valle Antunes Júnior – Unisinos

---

Prof. Dr. Tiago Wickstrom Alves – Unisinos

---

Prof. Dr. Carlos Schönerwald da Silva – Unisinos

Prof. Dr. Igor Morais (Orientador)

Visto e permitida a impressão

São Leopoldo,

Prof. Dr. André Filipe Zago de Azevedo

Coordenador Executivo PPG em Economia

*Dedico este trabalho a todos aqueles  
que contribuíram para sua realização.*

Agradeço, em especial, ao apoio e orientação do Prof. Dr. Igor Morais,  
Economista-Chefe da FIERGS, sem o qual esta dissertação não teria sido possível.

## RESUMO

O objetivo deste trabalho é analisar o mercado de capitais, a *governança corporativa* e as disposições das empresas mineiras e gaúchas, de médio e grande porte, a abrir o capital. Para tanto, utilizaremos o modelo *logit* sobre os bancos de dados originais de duas relevantes pesquisas: FIEMG *et al.* (2007) e FIERGS *et al.* (2008). Em especial, buscaremos determinar se as práticas de *governança corporativa*, adotadas pelas empresas, aumentam sua disposição em abrir o capital.

Chegamos à conclusão de que a adoção de práticas de *governança corporativa* pelas empresas de capital fechado não é suficiente para determinar quais são as empresas com maior disposição à abertura de capital. No entanto, verificamos que a variável *grau de compartilhamento de poder*, elemento determinante de *governança corporativa*, encontra-se extremamente relacionada com esta disposição.

**Palavras Chave:** Mercado de Capitais, Mercado Financeiro, Desenvolvimento Econômico, Teoria de Financiamento das Empresas, *Governança Corporativa*, *Teoria da Agência* e Conselho de Administração.

## ABSTRACT

The goal of this study is to analyze the stock markets, the *corporate governance* and the likelihood of mining industries of Minas Gerais and Rio Grande do Sul, of medium and large dimension, of opening capital. For such, we will use the *logit* model of the original data bank from two relevant researches; FIEMG et al (2007) and FIERGS et al (2008). In special, we will attempt to determine if practicing *corporate governance*, adopted by these firms, increases its likelihood in opening capital.

We have come upon the conclusion that adopting *corporate governance* by firms of closed capital is not sufficient to determine which industries are more susceptible to opening capital. However, we have verified that the *degree of power sharing*, determining element in *corporate governance*, finds itself extremely related to this likelihood.

**Keywords:** Stock Markets, Financial Market, Economic Development, Financial Firms Theory, *Corporate Governance*, Agency, Administration Council.

## COMPENDIO

L'obiettivo di questo lavoro tratta di analizzare il mercato di capitali, la *corporate governance* e le disposizioni delle aziende di Minas Gerais e del Rio Grande do Sul, di medio e grande portatura, ad aprire il capitale. Per questo, sarà utilizzato il modello *logit* sui banchi di dati originale di due rilevante ricerche: FIEMG *et al.* (2007) e FIERGS *et al.* (2008). In speciale, cercheremo determinare se le pratiche di *corporate governance*, adottate per le aziende, aumentano le loro disposizione in aprire il capitale.

Arriviamo alla conclusione che l'adozione di pratiche di *corporate governance* per l'aziende di capitale chiuso non è sufficiente per determinare quale sono le aziende com maggiore disposizione alla apertura di capitale in borsa. Nonostante, abbiamo verificato che la variabile *grado di condividere il potere*, un'elemento determinante di *corporate governance*, si è trovato estremamente relazionato con questa disposizione.

**Parole chiave:** Mercato di Capitali, Mercato Finanziario, Sviluppo Economico, Teoria dello Finanziamento delle Aziende, *Corporate Governance*, Agency, Consiglio di Amministrazione.

## SUMÁRIO

1. Introdução .....	7
2. Mercado de Capitais .....	9
2.1. Introdução .....	9
2.2. Desenvolvimento Financeiro e Crescimento Econômico .....	10
2.3. Função dos Mercados Financeiros .....	12
2.4. Evolução do Mercado de Capitais no Brasil .....	14
2.4.1. Um Novo Segmento no Mercado Brasileiro: <i>BOVESPA MAIS</i> .....	17
2.5. Decisão de Financiamento das Empresas .....	18
2.6. Considerações Finais .....	21
3. Governança Corporativa .....	22
3.1. Introdução .....	22
3.2. Teoria da Agência .....	24
3.3. O Papel do Conselho de Administração .....	28
3.4. Evolução da Governança Corporativa no mundo .....	31
3.5. Governança Corporativa no Brasil .....	36
3.5.1. O <i>Novo Mercado</i> e os Níveis Diferenciados da Bovespa .....	39
3.6. Considerações Finais .....	40
4. Sobre as Pesquisas .....	42
4.1. Introdução .....	42
4.2. Principais Resultados .....	43
4.3. Considerações Finais .....	51
5. Análise dos Dados .....	53
5.1. Introdução .....	53
5.2. Processo Metodológico .....	53
5.3. Apresentação da Amostra .....	54
5.4. Modelo Logit .....	59
5.5. Resultados .....	61
6. Conclusão .....	69
7. Bibliografia .....	72
APÊNDICE – Banco de Dados .....	78



# 1. INTRODUÇÃO

O desenvolvimento do mercado de capitais é fundamental para que as empresas obtenham um melhor acesso a recursos privados no financiamento de seus projetos de investimento. A literatura internacional demonstra a relação intrínseca entre o mercado de capitais estruturado e o desenvolvimento econômico, por conta da conexão que efetua entre os agentes com capacidade de poupar e as empresas demandantes de recursos de longo prazo.

Nesse sentido, os benefícios da capitalização das empresas via mercado acionário são expressivos e, conforme Barros *et al.* (2000), são menos oneroso do que o custo do financiamento bancário. Além disto, o mercado permite a diluição dos riscos da empresa com o mercado investidor, sem onerar o preço final dos produtos ou serviços. Como resultado, tem-se o aumento da competitividade, fator de suma importância na economia globalizada.

Assim, observa-se nos últimos anos um aumento significativo das emissões de valores mobiliários, de acordo com FUNDAP (2008). No entanto, a simples abertura de capital não garante que as empresas obtenham sucesso ao ofertar suas ações, pois os investidores estão cada vez mais exigentes no que diz respeito à proteção de seus direitos. Nesse sentido, nota-se que a adoção das práticas de *governança corporativa* pode ser atrativa para os investidores – especialmente em se tratando de IPO<sup>1</sup>.

Esta conjuntura de dinamismo do mercado de capitais, por sua vez, juntamente com a maior exigência por práticas de *governança corporativa* e de modernização da gestão, estimulou a realização de duas pesquisas, conduzidas por Federação das Indústrias (FIEMG e FIERGS), BM&FBOVESPA e Fundação Dom Cabral (FDC)<sup>2</sup>. A presente dissertação apresenta inicialmente uma correlação entre estas, com o objetivo de compreender melhor o perfil da gestão e da governança das empresas mineiras e gaúchas e suas propensões à abertura de capital. Entre os resultados encontrados,

---

<sup>1</sup> IPO – Initial Public Offering.

<sup>2</sup> Ver FIEMG *et al.* (2007) e FIERGS *et al.* (2008).

destacamos que as empresas gaúchas apresentaram uma maior propensão calculada à abertura de capital, apesar deste resultado não ser explicado pela variável *faturamento*.

Na seqüência, através dos resultados primários das duas pesquisas, montamos um banco de dados com diversas variáveis (englobando questões como *perfil, gestão, governança corporativa, aspectos financeiros e propensão a abrir o capital*), e aplicamos o modelo Logit. O objetivo foi testar se, realmente, as empresas com maior disposição em abrir o capital adotam as práticas de *governança corporativa*. Outras variáveis também foram testadas com a intenção de identificar quais são os fatores que influenciam na disposição das empresas em abrir o capital.

Entre os principais resultados encontrados, verificamos que a existência do *conselho de administração* e a prática da *divulgação dos atos de gestão* não sinalizaram uma maior disposição das empresas em abrir o capital. O mesmo resultado ocorreu com as variáveis *faturamento, estar constituída como S.A, região e idade da empresa*. No entanto, os resultados trouxeram duas variáveis com significância estatística. São elas: *existência de plano de sucessão e grau de compartilhamento de poder*. Este último parece ser o de maior importância sobre a disposição das empresas em abrir o capital. Ou seja, quanto maior for o compartilhamento do poder corporativo, maior tenderá a ser a probabilidade das empresas em ter disposição a abrir o capital.

Dessa forma, o objetivo central desta dissertação foi analisar o mercado de capitais, os temas de gestão e *governança corporativa*, e os determinantes à disposição de abertura de capital – das empresas mineiras e gaúchas –, tendo como base o referencial teórico disponível sobre estas questões e os resultados primários das duas pesquisas. Assim, na seção dois, analisaremos o Mercado de Capitais, buscando compreender sua relação com o crescimento econômico, sua função, seu desenvolvimento no Brasil e as teorias de financiamento das empresas. Na seção três discutiremos a Teoria da Agência, o Conselho de Administração, o desenvolvimento da *governança corporativa* no mundo e o estado da *governança corporativa* no Brasil – em especial com a criação do *Novo Mercado* e dos *níveis diferenciados* da Bovespa. Na seção quatro, apresentaremos uma comparação entre os principais resultados das duas pesquisas. E, na quinta seção, buscaremos encontrar, através do modelo *logit*, os fatores corporativos que influenciam a disposição das empresas em abrir o capital, em especial no que se refere às variáveis de *governança corporativa*.

## 2. MERCADO DE CAPITAIS

### 2.1. Introdução

A opinião a respeito da importância do sistema financeiro para o crescimento econômico divide os economistas há séculos. Bagehot (1873) e Hicks (1969) concordam sobre o papel central que este apresentou na industrialização da Inglaterra, através da facilitação da mobilização do capital pela atividade produtiva<sup>3</sup>. Além disso, Schumpeter (1912) acreditava que o bom funcionamento dos bancos acarretaria na inovação tecnológica, devido à identificação e patrocínio dos empreendimentos com as melhores chances de obter sucesso na implantação da inovação dos produtos e dos processos produtivos.

Neste sentido, o mercado de capitais estimula o crescimento econômico por meio da transferência de recursos para a atividade produtiva, ao transformar a poupança dos investidores em capital social das empresas. Além disso, o mercado gera um ambiente de liquidez, condição indispensável para os investimentos de alta produtividade que requerem volume expressivo de recursos de longo prazo. Outra função importante da liquidez é que esta proporciona a consolidação de investimentos menos arriscados e mais atraentes aos investidores. Assim sendo, os mercados de capitais melhoram a alocação financeira na economia à medida que redirecionam recursos de projetos de baixo retorno e curta maturação para projetos de alto retorno e longa maturação.

Conforme Santa'Anna *et al.* (2009), a maior disponibilidade de financiamentos de longo prazo permitem que as empresas se lancem em empreendimentos de maior escala, o que alimenta o processo de crescimento econômico. De fato, em países com mercados de crédito e de capitais pouco desenvolvidos, a ampliação da capacidade produtiva fica basicamente limitada ao autofinanciamento das empresas, à capacidade do governo em disponibilizar fundos de longo prazo e aos movimentos de expansão e contração da liquidez internacional – determinantes no volume de captações externa.

---

<sup>3</sup> Ver Levine (1997).

Ainda assim, de acordo com Demirgüç-Kunt e Levine (2004), a experiência internacional demonstra que os mecanismos predominantes de financiamento de longo prazo podem variar muito entre os países. Enquanto na Alemanha, Japão e Brasil, esse papel é cumprido, em boa medida, pelos bancos, por meio do financiamento indireto, em outros, como Estados Unidos e Inglaterra, esse papel é basicamente cumprido pelo mercado de capitais, com a colocação de ações e títulos de renda fixa das empresas diretamente junto ao público<sup>4</sup>. Destaca-se, conforme La Porta *et al.* (1998), que um dos motivos pelos quais os instrumentos de renda variável predominam como a principal fonte de financiamento nestes países é a maior proteção legal dos direitos dos acionistas, especialmente dos acionistas minoritários.

Neste contexto, o objetivo desta seção é compreender a importância e a contribuição do mercado de capitais para o desenvolvimento econômico. Será abordada, na próxima seção (2.2), a relação entre o desenvolvimento financeiro e o crescimento econômico, aprofundando na seção 2.3 a análise sobre a função dos mercados financeiros. Na seção 2.4 analisaremos o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, juntamente com a sua mais recente inovação: a *Bovespa Mais*. E, na seção 2.5, nos aprofundaremos no universo das finanças corporativas, ao abordar as possibilidades de decisão do financiamento das empresas. Concluindo, na seção 2.6, com as considerações finais.

## 2.2. Desenvolvimento Financeiro e Crescimento Econômico

Conforme Nóbrega *et al.* (2000), o desenvolvimento econômico sustentável depende da expansão contínua da capacidade de produção; e, esta, por sua vez, é resultado dos investimentos em capital e em recursos humanos. Dessa forma, a alta eficiência destes investimentos ocorre quando estes produzem dois efeitos: acumulação

---

<sup>4</sup> Conforme Demirgüç-Kunt e Maksimovic (1996), o coeficiente de endividamento das empresas no período 1980-91 foi acima de três no Japão, na Coreia do Sul, na Europa Continental (França e Itália) e nos países escandinavos (Finlândia, Noruega e Suécia). Já Estados Unidos, Reino Unido, Canadá, Austrália e Nova Zelândia apresentaram coeficiente de endividamento abaixo de dois.

de capital produtivo e aumento da produtividade (seja do capital, seja da mão-de-obra). Assim, observamos que os investimentos, e a forma como são realizados, estão na origem do processo de desenvolvimento econômico e social.

Além disso, a eficiência na utilização da poupança, componente que viabiliza os investimentos, é essencial neste processo, pois esta determina o custo do investimento. Nóbrega *et al.* (2000) ressaltam que todos os países desenvolvidos, ou em acelerado processo de desenvolvimento, ostentam elevadas taxas de poupança, alta eficiência na sua intermediação, ou uma combinação dessas duas virtudes<sup>5</sup>. O crescimento econômico está associado, assim, a elementos incentivadores da formação de poupança e de sua intermediação eficiente, tornando-se acessível para quem quiser investir.

Nesse sentido, a experiência internacional sugere uma relação causal entre desenvolvimento financeiro e crescimento econômico. Conforme Levine (1997), existe uma aceitação generalizada dos impactos positivos que um sistema financeiro desenvolvido proporciona para a economia em termos de produtividade, acumulação de capital, ampliação de poupanças, dinamização dos investimentos e aceleração do crescimento econômico.

No entanto, embora a idéia de relação entre crescimento financeiro e desenvolvimento econômico seja antiga<sup>6</sup>, estudos empíricos que comprovem isso são recentes. King e Levine (1993), com base em uma amostra de oitenta países, no período de 1960 a 1989, concluíram que as taxas de crescimento do período podiam ser explicadas pelo nível de desenvolvimento financeiro de 1960. Assim, nos dias atuais, apesar de não haver um consenso sobre a relação de causalidade entre desenvolvimento

---

<sup>5</sup> Conforme os autores, vários países asiáticos que saíram de uma situação de pobreza e miséria e se tornaram nações industrializadas nas últimas décadas se destacaram por altíssimas taxas de poupança – os mais bem sucedidos, como Coréia do Sul e Cingapura, apresentaram taxas inacreditáveis de 35% e 46% do PIB, respectivamente.

<sup>6</sup> Levine (1997) salienta que essa importância do mercado de capitais no processo de consolidação das estruturas econômicas, tal qual a conhecemos nos dias de hoje, remonta à Revolução Industrial. Essa só tomou força a partir do surgimento do mercado de capitais, que permitiu o financiamento de projetos mais caros e com maior prazo de maturação. Destaca-se que a maior parte das inovações da primeira fase da Revolução já haviam sido inventadas há algum tempo, mas demandava grandes volumes de capital de longo prazo, o que não era facilmente obtido, pois os investidores queriam liquidez. O mercado de capitais permitiu a agregação de diversas poupanças individuais, criando a liquidez necessária para esses investimentos.

Ver também Souza (2005), que afirmou que “se a S.A. foi o grande instrumento do desenvolvimento industrial que permitiu o advento do capitalismo, em contrapartida, o mercado de capitais se tornou a mola propulsora da atividade produtiva nas economias desenvolvidas”.

financeiro e crescimento econômico, não há dúvida de que ambos se encontram intimamente associados, conforme Andrezo e Lima (2001).

### 2.3. Função dos Mercados Financeiros

Conforme a teoria econômica, o cerne do sistema financeiro é constituído por investimento e poupança<sup>7</sup>. E é neste *locus* que se procuram identificar os mecanismos que possibilitem o aproveitamento dos fluxos de poupança e de investimentos da forma mais eficiente possível. Com isso, busca-se atingir o maior grau de satisfação das necessidades dos indivíduos e das empresas.

Ou seja, o mercado financeiro existe porque, em um dado momento, alguns agentes econômicos poupam mais do que investem, enquanto outros investem mais do que poupam. Nesse sentido, há a necessidade de se transferir recursos das unidades que apresentam níveis de poupança para as unidades que necessitam de recursos para investir. Isso permite um maior aproveitamento da aplicação dos recursos disponíveis na economia e um maior nível de satisfação. Esta é a idéia básica da intermediação financeira – conectar, no mercado, agentes tomadores e ofertadores de recursos, promovendo, assim, um aumento geral da produtividade, da eficiência e do bem estar da sociedade.

Dessa forma, o mercado de capitais e, especificamente, o mercado acionário, permitem a diluição do risco de novos investimentos. Isso promove um incentivo à inovação e ao desenvolvimento econômico. Além disto, o mercado acionário promove a democratização e a socialização do capital, ao atuar como pulverizador da propriedade das empresas entre pequenos, médios e grandes poupadores – diretamente ou através de fundos mútuos e fundos de pensão –, aumentando, assim, a liquidez do capital, conforme Nóbrega *et al.* (2000).

---

<sup>7</sup> A opção de abrir mão do consumo presente pelo consumo futuro encontra respaldo na taxa de retorno esperada que incide sobre o estoque de poupança. Esta escolha intertemporal rompe a barreira da individualidade quando há agentes dispostos a fazerem a ligação entre poupadores e tomadores de capital.

O mercado proporciona, também, um aumento da eficiência administrativa e estratégica da empresa, pois quando uma empresa assume compromissos de longo prazo com terceiros, partilha seus riscos com um grande número de investidores, o que a obriga a fornecer informações detalhadas sobre seu desempenho. Desta forma, os investidores acompanham a atividade da empresa, identificam falhas e premiam acertos, além de, eventualmente, oferecerem idéias para melhorar o desempenho da corporação.

Assim, de acordo com Nóbrega *et al.* (2000), a empresa tende a procurar alternativas que proporcionem os melhores retornos para seus acionistas. Isso significa que o objetivo passa a ser o melhor resultado econômico, e não os interesses específicos de seus controladores. Além disto, o mercado assume uma maior importância nos casos de sucessão ou de conflitos nas empresas familiares, pois, nas crises, a saída dos descontentes pode ocorrer via mercado. Evitando, dessa forma, disputas que prejudicariam a empresa.

Conforme Silva & Porto (2004), a eficácia alocativa dos recursos pode ser atingida a partir de algumas funções desempenhadas pelo sistema financeiro, entre elas: i) mobilização de recursos; ii) alocação dos recursos no espaço e no tempo; iii) administração do risco; iv) seleção e monitoramento de empresas; e v) produção e divulgação de informações.

Essas funções do mercado de capitais se concretizaram plenamente nos Estados Unidos, por exemplo, onde este se tornou o centro do sistema financeiro. Conforme Nóbrega *et al.* (2000), 70% da poupança financeira na década de oitenta se encontrava em depósitos a prazo e cadernetas de poupança; no entanto, no ano de 2000, essa mesma proporção era detida pelos investidores institucionais. Dessa forma, a operação bancária clássica passou a representar somente um quarto da oferta de crédito, sendo o restante suprido por uma miríade de instrumentos<sup>8</sup> e instituições. Esses dados comprovam, empiricamente, que o mercado de capitais é o componente dinâmico do desenvolvimento econômico.

---

<sup>8</sup> Ações, bônus, *commercial papers*, recebíveis securitizáveis e outros papéis.

## 2.4. Evolução do Mercado de Capitais no Brasil

De acordo com Clemente (2004) e Vieira e Mendes (2004), o contexto histórico em que se desenvolveram as empresas brasileiras, em especial as companhias abertas, foi o de controle concentrado em poucos donos – não raro vinculados por laços familiares. Mas, com o crescimento das empresas e com a expansão dos negócios, surgiu a necessidade de maior financiamento e de uma estrutura de capital que permitisse o aumento da escala produtiva. Esta necessidade, por sua vez, foi a responsável por desencadear o processo de abertura do capital.

Barros *et al.* (2000), no entanto, ressaltam que este desenvolvimento foi lento e gradual, sendo que, durante as décadas iniciais, o mercado de capitais brasileiro esteve atrofiado<sup>9</sup>. Conforme os autores, o mercado não se desenvolveu porque, em geral, os investimentos e as necessidades de financiamento das empresas eram limitados, devido ao fechamento da economia. Sendo, portanto, atendidos pelos lucros retidos e pelos créditos comerciais e oficiais.

Além disso, os autores lembram que, em algumas situações específicas, nos quais os investimentos eram de maior vulto, as empresas tinham outras formas de financiamento mais “fáceis” e baratas – isto é, através de recursos governamentais subsidiados<sup>10</sup>. Ressalta-se, ainda, que as empresas não tinham interesse em abrir o capital, visto que a abertura implicava em perda de poder de manobra na gestão da empresa.

Assim, a estrutura familiar das empresas brasileiras, referendada pelos mecanismos de captação de recursos existentes, criou uma cultura avessa à abertura de capital. Completando este quadro, a antiga lei das S.A., ao influenciar a distribuição de valor entre investidor, administrador e controlador, maximizando o deste último, foi um fator que, junto com o crédito subsidiado, produziu empresários ricos, empresas com base de capital pequena e desinteresse dos investidores, conforme Barros *et al.* (2000).

---

<sup>9</sup> Barros *et al.* (2000) observam que este atrofiamento não se deveu à falta de leis ou instituições. Isto, pois, este quesito foi preenchido com dois atos: as Leis 6.385 e 6.404, que criaram a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e a Lei das Sociedades por Ação (Lei das S.A.), respectivamente.

<sup>10</sup> Principalmente pelo BNDES e pelos fundos 157.



Na década de 90, porém, o mercado experimenta um crescimento que, apesar de ainda concentrado em empresas estatais, tem características distintas da década anterior. No plano internacional houve uma diversificação de portfólio e, internamente, ocorreram mudanças no quadro macroeconômico e regulatório, que tornaram o mercado brasileiro mais atraente e acessível aos investidores internacionais. Este processo também foi favorecido pelas privatizações ocorridas no período. Como resultado, verificou-se a entrada significativa de recursos estrangeiros, acarretando no crescimento do valor das ações e do volume de negociações<sup>11</sup>.

Os autores também observaram que, na década corrente, o Brasil vem passando por profundas transformações que impõem a necessidade do desenvolvimento de um mercado de capitais maduro e eficiente. O novo paradigma produtivo requer a elevação das bases de capital das empresas, pois a abertura econômica e cultural as expõe a um mundo mais competitivo, em que as necessidades de investimento são alavancadas e recorrentes.

Além disto, a estabilização e a retomada do crescimento da economia em geral contribuem para a expansão das empresas que, sem os velhos mecanismos de financiamento, ficaram mais receptíveis à abertura de capital. Assim, dependentes de um mercado que até a pouco desprezavam, algumas empresas alteraram sua mentalidade e postura, modificando o tratamento dispensado ao mercado – através da adoção da *governança corporativa* – e tiveram retorno positivo, conforme Barros *et al.* (2000).

Os autores ainda destacam, pelo lado da demanda por ações, que vários processos indicam a redução dos obstáculos ao desenvolvimento deste mercado: i) a inflação baixa permite maior transparência nos demonstrativos e facilita as projeções; ii) a redução da demanda de recursos pelo governo sinaliza o fim do *crowding out*<sup>12</sup>, permitindo uma queda das taxas de juros; iii) os juros mais baixos, juntamente com a retomada do crescimento sustentado, permitem a troca de parte das posições em renda

---

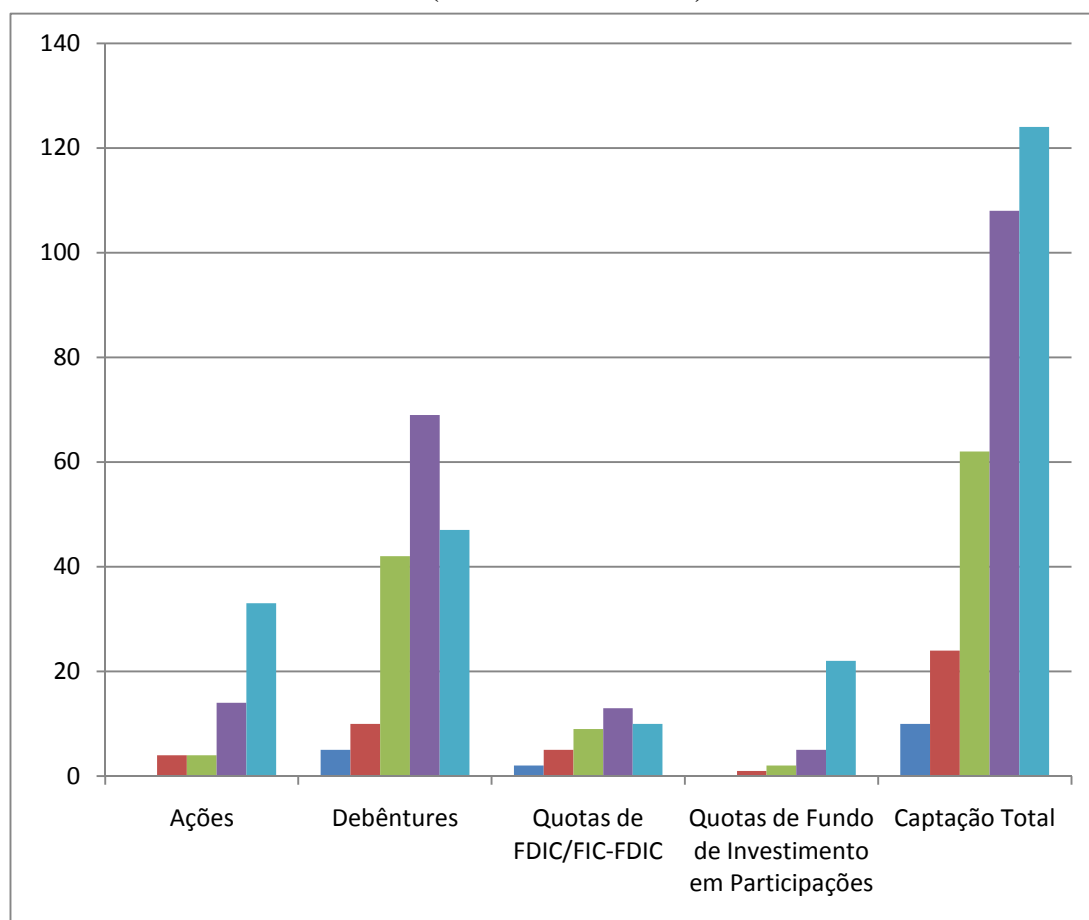
<sup>11</sup> Porém, conforme Barros *et al.* (2000), esse movimento não significou um verdadeiro desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, pois este ficou restrito a um número reduzido de empresas que apresentavam liquidez. Os autores ressaltam que, no final da década de 90, com o fim das privatizações mais importantes, com o aumento dos custos de transação (CPMF) e com o crescimento da facilidade de acesso às bolsas internacionais (ADR'S), as bolsas brasileiras perderam atratividade.

<sup>12</sup> O efeito de *crowding out* corresponde a uma redução no investimento e de outras componentes da despesa agregada sensíveis às taxas de juro, sempre que o Estado aumenta a despesa pública.

fixa para a renda variável; iv) a institucionalização da previdência complementar significa uma grande ampliação do mercado de ativos financeiros; e v) o processo de globalização e abertura externa mudaram radicalmente a dinâmica do mercado na medida em que grandes investidores demonstram um crescente interesse em investir no Brasil.

Assim, conforme FUNDAP (2008), nos últimos anos, têm-se observado um aumento significativo das emissões de valores mobiliários – inclusive com a crescente utilização de instrumentos de renda fixa, como debêntures ou fundos de investimento em direitos creditórios. Este processo reacende a expectativa da consolidação do mercado de capitais como uma importante e efetiva fonte de obtenção de recursos pelas empresas que desejam realizar investimento de longo prazo de maturação, conforme se pode observar no gráfico 2.1.

**Gráfico 2.1 - Evolução da captação de recursos no mercado primário, 2003-2007 (R\$ bilhões correntes)**



Fonte: CVM – *Novo Informativo Mensal*. Elaboração: Grupo de Conjuntura da FUNDAP (2008).

Este dinamismo do mercado primário também se traduziu no aumento do número de companhias abertas, sendo que as emissões no mercado primário de ações voltaram a crescer sobretudo a partir de 2004, quando ocorreram nove emissões. Esta incorporação de novos participantes no mercado acionário avançou em ritmo acelerado: 11 empresas abriram o capital em 2005, 30 em 2006, e 64 em 2007. E, da mesma forma que o número de empresas que buscaram o mercado de capitais é recorde, o volume captado nos IPOs também é significativo: saltou de R\$ 4,4 bilhões em 2004, para R\$ 33,1 bilhões em 2007, de acordo com FUNDAP (2008).

Somam-se, neste contexto, as relevantes mudanças institucionais promovidas pela Bovespa desde o ano de 2000. Dentre estas, destaca-se a criação de instrumentos que permitem utilizar critérios que possibilitam a classificação das empresas de acordo com os padrões de *governança corporativa*, através da criação do *Novo Mercado*<sup>13</sup>. Ressalta-se, também, a instituição da Lei 10.303 (a nova Lei das S.A.), promulgada em outubro de 2001, que procura propiciar aos acionistas minoritários a redução dos riscos e uma maior participação no controle da empresa<sup>14</sup>.

E, por fim, devemos ressaltar a inovação mais recente na Bovespa: a criação do *Bovespa Mais*. Este segmento especial tem o propósito de acolher companhias que tenham uma estratégia gradual de acesso ao mercado. Viabilizando, assim, sua exposição e evolução em termos de transparência, ampliação da base de acionistas e liquidez.

#### 2.4.1. Um Novo Segmento no Mercado Brasileiro: o *Bovespa Mais*

Com a intenção de ampliar as alternativas para o ingresso de novas companhias no mercado de capitais, a Bovespa criou um novo segmento de mercado, o *Bovespa*

---

<sup>13</sup> O *Novo Mercado* e os *Níveis Diferenciados* da Bovespa serão melhor analisados na sub-seção 3.5.1. da presente dissertação.

<sup>14</sup> A inspiração desta lei era fazer com que o mercado de capitais brasileiro diminuísse sua concentração acionária, tornando-o acessível ao pequeno investidor, assim, práticas de governança que reduzissem a assimetria de direitos entre os acionistas era fundamental. Com esse objetivo, a nova lei implantou inovações como o *tag-along*, as novas regras para assento no conselho, o refinamento de questões de custódia, o limite de emissões de ações preferenciais em relação às ordinárias, a utilização de arbitragem como mecanismo para a solução de divergências entre os controladores e os acionistas minoritários, dentre outras.

*Mais* – sigla de Mercado de Ações para o Ingresso de SAs. Este segmento é destinado a empresas de pequeno e médio porte, que busquem crescer utilizando o mercado de capitais de forma gradativa. E para os investidores que busquem investimentos de médio e longo prazo, e cuja preocupação com o retorno potencial sobrepõe-se à necessidade de liquidez imediata.

Conforme Pellini (2005), o ingresso no segmento *Bovespa Mais*, embora rigoroso quanto aos requisitos de listagem, é flexível quanto às estratégias de acesso ao mercado acionário. As empresas podem optar por: i) realização de ofertas iniciais de ações de volumes menores; ii) venda inicial de ações de forma concentrada, junto a um pequeno número de investidores, com a perspectiva de realização posterior de uma colocação pulverizada; ou iii) registro nesse segmento, sem a realização inicial de oferta de ações, mas ampliando, com esta iniciativa, o seu contato com o mercado investidor e melhorando, assim, as condições para a futura venda de ações<sup>15</sup>.

## 2.5. Decisão de Financiamento das Empresas

A seguir, nos aprofundaremos no universo das finanças corporativas, discorrendo sobre as diferentes formas de financiamento das empresas, com a intenção de compreender melhor os motivos da disposição das empresas em abrir o capital. Conforme a teoria, o artigo seminal de Modigliani e Miller (1958) – o teorema M&M – estabelece, considerando algumas hipóteses básicas, a irrelevância entre as formas de financiamento das empresas. Nesse sentido, financiar-se com recursos próprios ou de terceiros seria apenas uma questão de preferência dos gestores.

Essa abordagem, de acordo com Sant’Anna (2008), como toda obra que abre novos caminhos e estabelece novos paradigmas, foi submetida a severas críticas nos anos subseqüentes à publicação do artigo. Terra (2008) dividiu essas críticas em dois

---

<sup>15</sup> Em contrapartida, a bolsa realiza um programa permanente de exposição das empresas listadas nesse novo segmento de mercado, abrangendo: i) análises independentes periódicas das empresas listadas; ii) envio permanente de informações dessas companhias para investidores, administradores de recursos e corretoras de valores; e iii) apoio na realização de apresentação a analistas de mercado.

grupos: aquelas que apontavam um equívoco dos autores no artigo original ao afirmarem que o processo de arbitragem forçaria a equivalência dos valores das empresas, mesmo sob existência de impostos. E aquelas que refutavam seus resultados baseadas na inverossimilhança dos pressupostos necessários para alcançá-los. Em resposta a estas críticas, em 1963, Modigliani e Miller publicaram uma correção no seu artigo original<sup>16</sup>.

Desde então, conforme Prates e Leal (2005), uma série de abordagens alternativas se desenvolveu na literatura da área para descrever as estratégias que as empresas podem adotar para se financiar, enfocando as suas preferências em relação às diferentes fontes de financiamento. Posteriormente, uma série de estudos empíricos foram realizados procurando testar essas teorias, cuja revisão mais abrangente da literatura nacional e internacional pode ser vistas, por exemplo, em Leal e Saito (2003), Rajan e Zingales (1995) e Harris e Raviv (1991). A seguir, será feito um resumo para elucidar estas questões.

A teoria do *trade-off* – na linha de M&M – considera que há fatores que atuam em direção a uma estrutura de capital mais pautada em endividamento e outros que favorecem maior peso para o capital próprio<sup>17</sup>. Se de um lado, as economias fiscais, decorrentes da dedução do pagamento de juros (do imposto de renda), estimulam as empresas a acumularem mais dívida. De outro, quanto maior o nível de endividamento, maiores são os riscos de falência e, com isso, maior passa a ser o custo marginal da dívida.

Ou seja, embora o custo de capital de terceiros seja eventualmente considerado mais barato que o próprio, há alguns fatores que impedem a adoção de uma estrutura de capital baseada exclusivamente em dívida de terceiros. Ao contrair uma dívida, uma empresa assume um compromisso de pagar um fluxo de recursos para seus credores. E, com isso, quanto mais dívidas a empresa carregar, maior será seu risco financeiro – o que leva os credores a aumentarem o custo da dívida<sup>18</sup>. Por conta disso, como ressaltam

---

<sup>16</sup> Ver Modigliani e Miller (1963) e Miller (1977).

<sup>17</sup> Ver Altman (1984), Myers (2001) e Damodaran (2004).

<sup>18</sup> Essa obrigação de pagamento eleva os custos fixos da empresa, o que aumenta a sua alavancagem operacional, tornando-a mais suscetível a reduções de receita ou margem e, conseqüentemente, elevando os seus riscos de falência, os quais seriam associados a maiores custos de financiamento, inerentes a possíveis dificuldades financeiras em que ela poderia vir a incorrer em caso de falência.

Ross *et al.* (2007), há uma tendência de que essas empresas sub-invistam, uma vez que os acionistas temem realizar investimentos apenas para pagar aos seus credores.

Já a teoria do *pecking order*, proposta por Myers (1984), considera a assimetria de informação entre administradores e os demais participantes do mercado. Conforme essa teoria, em razão de os agentes perceberem a emissão de ações como uma tentativa de repartição de riscos por parte dos administradores de uma empresa em situação difícil, a emissão de ações torna-se a última opção de uma empresa que busca captar recursos. Ao contrário, quando as perspectivas futuras são boas, os proprietários não teriam incentivos a emitir ações e angariar novos sócios<sup>19</sup>. Nesse caso, a melhor perspectiva seria o financiamento por meio de dívidas ou, melhor ainda, através da utilização dos lucros retidos, conforme relato de Sant'Anna (2008).

Por fim, conforme ressaltam Prates e Leal (2005), há ainda a possibilidade de as empresas utilizarem tanto o mercado de dívidas quanto o de ações quando houver uma janela de oportunidade. Nessa estratégia, denominada *market timing*, a empresa pode captar recursos mesmo que não exista uma oportunidade de investimento à vista. Ao mesmo tempo, de acordo com a teoria mais recente encontrada em Basso *et al.* (2004), se a oportunidade existir e os mercados não estiverem favoráveis, o *funding* não será buscado e a decisão de investimento será adiada<sup>20</sup>.

No Brasil, de acordo com Sant'Anna (2008), algumas pesquisas foram realizadas com a intenção de avaliar qual o fator preponderante na determinação da estrutura de capital. Segundo Zonenschain (1998), a principal forma de financiamento adotada pelas empresas nacionais seria o autofinanciamento. Gomes e Leal (2000) também corroboram a hipótese de *pecking order*. Já os resultados de Eid Jr. (1996) apontam para a predominância da hipótese de *market timing*. Por fim, Prates e Leal (2005), em sua análise, identificam a teoria do *trade-off* como a predominante. Sant'Anna (2008) ressalta, contudo, que o fato das pesquisas apresentarem resultados

---

<sup>19</sup> Ainda se referindo às *assimetrias de informação*, Tirole (2008) enfatiza a existência dos *custos de agência* e das dificuldades das empresas para acessar recursos. Assim, as empresas podem acumular ativos líquidos acima de suas necessidades a fim de, em momentos de dificuldade, ter a capacidade de manter seus projetos de investimento – ver Holmström e Tirole (2001).

<sup>20</sup> Entretanto, essa teoria é questionada por Welch (2004), que afirma que a estrutura de capital é quase totalmente determinada pelo histórico dos retornos das ações e não por tentativas de *timing* do mercado de ações, e muito menos por outros fatores internos à empresa, tais como custos de falência e oportunidades de crescimento.

tão díspares deve-se, em boa medida, às diferentes metodologias e dados utilizados e ao período de análise, que varia significativamente.

## 2.6. Considerações Finais

Observou-se, nesta seção, que o mercado de capitais desempenha um papel fundamental no processo de desenvolvimento econômico, na medida em que cumpre a função de ligação entre poupadores (investidores) e tomadores de recursos (empresas), constituindo-se como uma fonte permanente de recursos para a economia. Além disto, o sistema financeiro influencia o crescimento econômico devido às funções que este desempenha, tais como: i) mobilização de recursos; ii) alocação dos recursos no espaço e no tempo; iii) administração do risco; iv) seleção e monitoração de empresas; e v) produção e divulgação de informação, conforme Silva e Porto (2004).

Verificamos, assim, que quanto maior a abrangência do sistema financeiro, maior será o volume de recursos alocados no setor produtivo e, conseqüentemente, maior será o crescimento econômico. Também devemos ressaltar, conforme La Porta *et al.* (1998), que a maior proteção legal dos direitos dos acionistas, especialmente dos acionistas minoritários, é determinante para reduzir os custos e riscos associados ao financiamento de capital próprio.

Notamos, também, que entre as possibilidades de financiamento das empresas surgem alternativas para além do mercado de capitais, possibilitando às mesmas escolherem a forma que melhor represente seu perfil e sua necessidade de financiamento. Esta abundância de alternativas é muito importante para as empresas e para suas estratégias de investimento, pois possibilita a escolha que mais as beneficiem, nos diversos momentos corporativos ou nas diferentes conjunturas macroeconômica ou setorial.

## 3. GOVERNANÇA CORPORATIVA

### 3.1. Introdução

Donnelly e Mulcahy (2008) afirmam que a separação entre propriedade e gestão tem claras vantagens, mas também apresenta uma série de desafios. Não muito longe desta divisão se encontram os *problemas de agência*, que crescem quando a autoridade para a tomada de decisões está nas mãos de gestores profissionais, isto é, não proprietários. Nestes casos, os proprietários se utilizam das prestações de contas da administração, como instrumento de avaliação da gestão, e, assim, necessitam destas informações em ordem para avaliarem as tomadas de decisão por parte dos gestores. Estes últimos podem, contudo, reduzir a transparência das informações com a intenção de esconder, dos proprietários, o verdadeiro desempenho financeiro da empresa<sup>21</sup>.

Conforme Parretta (2007), esse problema – que também reflete as fragilidades nas auditorias – trouxe, nos últimos 20 anos, a necessidade de uma profunda discussão e implantação de novas regras de conduta e de transparência corporativa. Paralelo a isto, há a preocupação com o desenvolvimento de eficientes e eficazes sistemas de controle interno, incluídos na cultura da *governança corporativa* e nos códigos de boa governança.

Nesse sentido, a *governança corporativa* contribui para o melhor exercício do direito de propriedade e do controle interno e externo sobre as organizações ao estabelecer procedimentos que disciplinam as relações entre proprietários, gestores e mercado. Conforme Andrade e Rossetti (2007), estas relações devem ser baseadas em princípios como transparência (*disclosure*), equidade (*fairness*), responsabilidade corporativa (*compliance*) e prestação de contas (*accountability*).

Dessa forma, a *governança corporativa* é elemento determinante para redução de diversos *conflitos de agência*, oriundos das divergências entre proprietários e gestores. Em conseqüência, a boa governança também contribui para a redução dos

---

<sup>21</sup> Exemplo emblemático disto foi a onda de escândalos corporativos no início deste século, particularmente pelos casos da Enron e da Worldcom, nos Estados Unidos e da Parmalat, na Itália.



custos de capital<sup>22</sup> e dos riscos do negócio, além de melhorar a imagem pública da organização, entre outros benefícios. Assim, ampliando-se a visão sobre o tema, tem-se que um bom sistema de governança fortalece as empresas, reforça competências para enfrentar novos níveis de complexidade, amplia as bases estratégicas da criação de valor e é fator de harmonização de interesses. Ao contribuir para que os resultados corporativos se tornem menos voláteis, também aumenta a confiança dos investidores, fortalece o mercado de capitais e é fator coadjuvante do crescimento econômico, conforme Andrade e Rossetti (2007).

Muito ainda se discute, no entanto, sobre o conceito de *governança corporativa*. Segundo Monks e Minow (1995), esta trata do conjunto de leis e regulamentos que visam: i) garantir os direitos dos acionistas – controladores e minoritários; ii) assegurar a transparência das informações, permitindo aos acionistas acompanhar os atos de gestão; iii) possibilitar aos *stakeholders*<sup>23</sup> o emprego de instrumentos que assegurem a observância de seus direitos; e iv) promover a interação entre o conselho de administração, a direção executiva e os acionistas.

Assim, conforme Donnelly e Mulcahy (2008), a *governança corporativa* é um conjunto de mecanismos de controle que são direcionados especialmente para monitorar e ratificar as decisões de gestão, e assegurar a eficiência operacional da corporação em nome dos *stakeholders*. Ou, conforme definição de Fontes Filho (2009), a *governança corporativa* trata do governo estratégico da empresa, da articulação e da distribuição do poder entre as partes com direitos de propriedade e os responsáveis pela gestão. Aborda o efetivo exercício da propriedade, não se limitando apenas a questões de verificação de procedimentos contábeis, auditorias ou remuneração dos gestores<sup>24</sup>.

É importante destacar, de acordo com Andrade e Rossetti (2007), que não se trata de um recurso que, isoladamente, evitará os problemas de precificação dos ativos das empresas. Bem como não impedirá a dilapidação de patrimônios pessoais e

---

<sup>22</sup> Estudo de Bhojraj e Sengupta (2001) aponta uma forte evidência de que as empresas que apresentam boas práticas de governança tendem a ter menor custo de capital.

<sup>23</sup> *Stakeholders* é um termo utilizado em administração, que se refere a qualquer pessoa ou entidade que afeta ou é afetada pelas atividades de uma empresa. Incluem-se os acionistas/proprietários, os trabalhadores, os fornecedores e os clientes.

<sup>24</sup> Conforme Fontes Filho (2009), a *governança corporativa* direciona as questões que envolvem as relações entre controladores, acionistas minoritários, gestores, mercado de capitais e financiadores em geral, assim como entre os diversos grupos influenciados pela ação da empresa (*stakeholders*), tais como empregados, clientes, fornecedores, órgãos reguladores e sociedade.

coletivos, a destruição de valor e também os movimentos históricos de ascensão e queda de grandes empreendimentos. Eventos deste tipo devem-se também a fatores externos às corporações e a descontinuidades de toda ordem, desde mudanças em estruturas de concorrência, até dissidências tecnológicas, rupturas comportamentais e má gestão. Mas, uma boa governança, torna os negócios mais seguros e menos expostos a riscos externos ou de gestão.

Além disso, destacam-se uma série de estudos – como La Porta *et al.* (1997, 1998 e 1999), Gleaser *et al.* (2001) e Carvalho (2003) – ressaltando que o desenvolvimento do mercado de capitais depende do nível de proteção do qual gozam os investidores minoritários (credores e acionistas). Estas pesquisas foram complementadas com trabalhos teóricos como, por exemplo, o de Shleifer e Wolfenzon (2000), que mostra como a prática generalizada de expropriação de investidores minoritários acaba por inviabilizar o mercado de capitais como mecanismo de financiamento das empresas.

O grau de observância dos princípios básicos da boa *governança corporativa* é, portanto, um fator cada vez mais relevante para o ambiente corporativo e de gestão empresarial, impactando, desta forma, na economia como um todo. À luz desses elementos, esta seção trata de quatro tópicos em especial. O primeiro avalia as causas da *governança corporativa*, tendo como base a Teoria da Agência. O segundo (seção 3.3) verifica as funções e o formato do Conselho de Administração. A seção 3.4 aborda a evolução da *governança corporativa* no mundo e, a seção 3.5 discute a *governança corporativa* no Brasil, abordando, inclusive, a criação do *Novo Mercado* e dos *Níveis Diferenciados* da Bovespa. Por fim, a seção 3.6 faz as considerações finais.

## 3.2. Teoria da Agência

O problema essencial advindo da separação entre propriedade e controle<sup>25</sup> foi inicialmente citado por Adam Smith, em 1776. Quase dois séculos depois, esse tema foi objeto de estudo de Berle e Means (1932) e de Coase (1937), sob diferentes perspectivas. Berle e Means analisaram a separação entre propriedade e controle à luz das alterações na estrutura acionária das empresas norte-americanas e consideraram este tema como sendo um paradigma central da teoria econômica. Em especial, os autores citaram como importante a existência de uma divergência de interesses entre administradores e proprietários, com possível desvio do objetivo de maximização dos lucros. Quanto à Coase, este teve como foco de estudo a coordenação das relações contratuais dentro das firmas.

A partir destes trabalhos seminais, importantes estudos foram desenvolvidos no contexto da firma, com perspectivas diversas, dentre os quais se destacam o de Marris (1963) e Williamson (1964) versando sobre os comportamentos gerenciais nas empresas, Arrow (1971) e Akerlof (1970) com foco nos problemas informacionais e Alchian e Demsetz (1972) sobre os direitos de propriedade.

Posteriormente, Ross (1973) e Jensen e Meckling (1976) formalizaram o *problema de agência*, que tem sua origem na relação contratual onde uma ou mais pessoas – o *principal* – conferem a outra pessoa – o *agente* – a prerrogativa de prestar algum serviço para as mesmas, envolvendo a delegação de autoridade para a tomada de decisões. Tal problema é um dos sustentáculos do moderno conceito de *governança corporativa*, pois ocorre que nem sempre o *agente* atuará em prol dos melhores interesses dos mandatários, seja por incompetência, negligência e/ou visando à maximização da utilidade própria, conforme Andrade e Rossetti (2007) e Santos e Perobelli (2009).

---

<sup>25</sup> Entre as razões da separação entre propriedade e gestão, Berle e Means (1932) salientaram que o nível tecnológico fazia com que as empresas fossem tão grandes que, conseqüentemente, não podiam se manter nas mãos de um único proprietário. Além disso, ainda de acordo com os autores, devido à escassez de recursos, a propriedade se tornaria pulverizada e, dessa forma, haveria um fortalecimento do poder dos gestores, conduzindo, assim, à separação entre propriedade e controle nas empresas. Andrade e Rossetti (2007) incluem uma terceira razão para esta separação, ao salientarem que a pulverização da propriedade também pode ser conseqüência do tempo, pois após duas ou três gerações, pelos direitos de sucessão, obtem-se este mesmo resultado.

Além do conflito de interesses<sup>26</sup>, uma segunda fonte de problemas de agência reside no fato dos gestores possuírem mais informações que os acionistas e credores e estes, por consequência, não saberem se os recursos emprestados à empresa serão reinvestidos da maneira mais eficiente possível. Conforme Santos e Perobelli (2009), esta *assimetria de informação*, que, segundo Mas-Colell *et al.* (1996), pode ser subdividido em perigo moral (*moral hazard* ou *hidden action*) e seleção adversa (*hidden information*), gera a necessidade do monitoramento dos gestores por parte dos acionistas e credores, gerando custos associados.

Entre os *custos de agência*, distinguem-se dois tipos – os atribuíveis ao oportunismo dos gestores e àqueles em que incorrem os acionistas para o controle da gestão. Entre os custos atribuíveis ao oportunismo citam-se as remunerações e benefícios excessivos auto-concedidos, as resistências a ações vantajosas aos acionistas quando implicam ameaças às posições dos gestores (como liquidação, cisões e fusões) e as estratégias de diversificação de negócios, que aumentam a segurança e reduzem os riscos da direção executiva, mas que podem destruir valor. Em relação aos custos incorridos pelos acionistas, encontram-se o monitoramento dos outorgados, a construção e a manutenção de sistemas complexos e onerosos de informações gerenciais e os sistemas de incentivos e recompensas para harmonização de interesses.

Outra questão relevante diz respeito ao *alinhamento dos interesses* dos acionistas (majoritários e minoritários) com os de outras partes interessadas – como o público interno (funcionários), o público externo (credores, fornecedores, clientes e consumidores) e o entorno das corporações (comunidades em que atuam, sociedade, governo e meio ambiente). Conforme Andrade e Rossetti (2007), este alinhamento com as partes interessadas diferencia a governança *shareholder* da *stakeholder*. As fronteiras da primeira são limitadas pelo interesse dos acionistas e as da segunda são mais abertas<sup>27</sup>.

---

<sup>26</sup> O conflito de interesses entre os proprietários e os gestores pode ser verificado, por exemplo, em determinadas situações na qual o interesse principal do acionista é o lucro, enquanto que o interesse do administrador pode ser sucesso empresarial e/ou *status* pessoal. Estes interesses são conflitantes entre si, causando um típico caso de *conflito de agência*.

<sup>27</sup> Há argumentos favoráveis e desfavoráveis nesta questão. Os argumentos favoráveis têm a ver com o reconhecimento público em relação às empresas que adotam a orientação ampliada; enquanto que os argumentos contrários levantam questões como a diluição de responsabilidade dos gestores.

Com a intenção de minimizar os *conflitos de agência*, Andrade e Rossetti (2007) ressaltam as *forças de controle*, que podem ser internas ou externas. Com relação às forças internas, a constituição de Conselhos de Administração eficazes e guardiões das boas práticas de governança é a que concentra a maior parte das atenções. Quanto às forças externas, o ambiente regulatório geralmente é visto como o mais eficaz<sup>28</sup>. Outras forças externas são os ágios e deságios de governança, transmitidos pelas cotações dos papéis negociados – as cotações desagiadas geralmente sinalizam má governança, maus resultados e pequena confiança na corporação –, além do ativismo dos investidores institucionais, que agem como uma poderosa ferramenta de controle<sup>29</sup>.

No entanto, conforme Andrade e Rossetti (2007), os *conflitos de agência*, dificilmente são evitados por duas razões. A primeira é sintetizada no axioma de Klein, segundo o qual não existe *contrato completo*. Este axioma, exposto originalmente em 1983, argumenta que os ambientes de negócios são imprevisíveis, sujeitos a turbulências e a efeitos contágios, que podem ser comprometedores de resultados. Nesse ambiente, os contratos perfeitos e completos, abrangendo todas as contingências e as respostas às mudanças e aos desafios do ambiente de negócios, simplesmente deixaram de existir. Nesse processo, outorga-se aos gestores o direito residual de controle da empresa, resultante do livre arbítrio para a tomada de decisões não previstas. Destaca-se que esse *juízo gerencial* pode favorecer mais aos objetivos dos gestores do que dos acionistas, gerando conflitos de agência.

A segunda razão, sintetizada no axioma de Jensen-Meckling, justifica-se pela inexistência do *agente perfeito*, e pode ser definida como um pressuposto comportamental relativo à busca do auto-interesse pelos indivíduos. A natureza humana, utilitarista e racional, conduz os indivíduos a maximizarem a “função utilidade”, que é voltada mais para as suas próprias preferências e para seus próprios objetivos. Dificilmente objetivos alheios movem as pessoas a serem tão eficazes quanto o são para a consecução de seus próprios interesses. Em outras palavras, não que o auto-interesse esteja sempre vinculado a um método oportunista, mas o oportunismo tem um princípio não-cooperativo, em que a informação que o agente possa ter sobre a

---

<sup>28</sup> Conforme Andrade e Rossetti (2007), nos países onde as regras são mais rígidas, geralmente a capitalização das empresas é feita via mercado de capitais, pois o ambiente de negócios torna-se mais estimulado e previsível, favorecendo o crescimento da economia.

<sup>29</sup> Com o crescente poder de influência no mercado de capitais e na avaliação das empresas, as exigências dos investidores institucionais sobre as boas práticas de governança têm tido peso crescente.

realidade, e que não está disponível à outra parte, garante ao agente algum benefício devido ao monopólio da informação, conforme Zylberstajn (2005).

É essencial ressaltar, ainda, que a maior parte da literatura sobre o tema foi desenvolvida para o contexto anglo-saxão, no qual o principal *conflito de agência* ocorre entre acionistas e gestores. Esta é uma característica decorrente da estrutura de propriedade pulverizada, presente nestes países. Entretanto, conforme observaram La Porta *et al.* (1997, 1998 e 1999), a concentração da estrutura de propriedade é bem maior no restante do mundo, onde é comum a presença de um grande acionista controlador ou bloco de grandes acionistas. O Brasil insere-se nesse modelo de governança, apresentando maior concentração da propriedade e, assim, um dos nossos principais conflitos de agência ocorre entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários<sup>30</sup>.

La Porta *et al.* (1997, 1998 e 1999) estudaram esses conflitos concluindo que, quando grandes investidores controlam uma corporação, suas políticas podem resultar em expropriação dos acionistas minoritários, com a conseqüente perda de valor da empresa. Os autores afirmam, em estudo empreendido com 49 países, que a concentração de propriedade acionária é negativamente relacionada à proteção dos direitos dos acionistas. Concluíram, também, que os países com melhor proteção legal tendem a apresentar uma maior dispersão da propriedade das empresas.

### 3.3. O Papel do Conselho de Administração

Conforme Eizirik (1999), praticamente todos os modelos de *governança corporativa* e, mais enfaticamente, os resultantes da separação entre propriedade e gestão, atribuem à constituição e ao funcionamento de Conselhos de Administração um

---

<sup>30</sup> A manutenção da concentração do controle por parte dos grandes acionistas ocorre principalmente pela emissão de duas classes de ações – as *ordinárias* (ON), que possuem direito a voto, e as *preferenciais* (PN), que recebem dividendos, mas não possuem direito a voto –, o que viola a regra uma ação/um voto. No entanto, a criação do *Novo Mercado* e dos *Níveis Diferenciados* da Bovespa (abordados na seção 3.5.1.), soluciona esse problema, ao permitir apenas a emissão de ações *ordinárias* (desta vez, com direito a voto e a dividendo financeiro).

papel crucial como força interna de controle. Isto, pois a pulverização da propriedade e a propensão a um baixo envolvimento direto com a corporação por parte de acionistas com grandes lotes, mas de carteiras de alta diversificação, são fatores que tornam os Conselhos de Administração peças fundamentais no processo de governança e justificam os amplos poderes que lhe são conferidos na maior parte dos países, por força de lei e de regulações do mercado<sup>31</sup>.

Santos e Silveira (2007) ressaltam que, como a necessidade de separação entre as funções de governança e de gestão nas grandes corporações é praticamente inevitável, cabe ao Conselho de Administração as tarefas de orientação estratégica e de supervisão dos atos da Diretoria Executiva, a qual, por sua vez, cuida da gestão da empresa<sup>32</sup>. Assim, o Conselho de Administração é o representante dos proprietários, com funções de monitoramento dos gestores, ratificação das decisões relevantes e fixação das diretrizes estratégicas da companhia, além da obrigação de estabelecer boas práticas de governança. Além disto, o debate sobre boas práticas de *governança corporativa* sempre destacou a importância do conselho de administração como mecanismo redutor de *custos de agência* entre gestores e acionistas.

Conforme Fontes Filho (2009), a separação dos conselheiros, com funções estratégicas, em relação aos administradores, com funções executivas, estes subordinados àqueles, é considerada uma das mais importantes práticas para boa governança. Os conselheiros representam os interesses diretos dos proprietários e aos executivos, cabe, com essa separação, empreender o máximo de esforço para alcançar

---

<sup>31</sup> No Brasil, o Conselho de Administração foi imposto pela legislação de 1976, quando a Lei das S.A. obrigou as companhias abertas e de capital autorizado tivessem obrigatoriamente um Conselho de Administração. Durante os primeiros anos de sua implantação, esse órgão permaneceu com uma base bastante teórica, muito pouco eficiente na prática. Foi no início da década de 1990, quando se começou um processo um pouco mais ativo de democratização do capital das empresas e de maior participação de novos investidores *institucionais* – principalmente fundos de pensão –, é que o Conselho passou a ser um órgão com uma importância um pouco maior na gestão da companhia [ver Eizirik (1999)].

<sup>32</sup> Além disso, os principais códigos de boas práticas de governança [OECD (1998), CVM (2002) e IBGC (2004)] ressaltam a importância da composição independente do conselho e da separação entre os cargos de diretor executivo e de presidente do conselho de administração, a fim de assegurar a austeridade e a imparcialidade de suas decisões.

os resultados esperados pelos proprietários e pelos financiadores, articulados e acompanhados pelo Conselho de Administração<sup>33</sup>.

Nesse sentido, Montgomery e Kaufman (2003) afirmam que a *governança corporativa* é, em síntese, um sistema de relações estabelecidas pela interação entre acionistas, conselho de administração e direção executiva – três âncoras às quais se somam outras partes interessadas, nos casos em que são incluídas no sistema de governo. E, embora cada qual tenha por si importantes responsabilidades, sua interação é fundamental para uma boa governança, pois quando operam juntas como um sistema é um forte mecanismo de freios e contrapesos.

Observa-se, ainda, conforme Camargo (1999), que os princípios de *governança corporativa*, no que se refere ao Conselho de Administração, são vistos de maneira diferente no exterior e no Brasil. No primeiro caso, acredita-se que ele deve contemplar os membros independentes desvinculados dos diretores. No Brasil, seus princípios indicam que deve ser desvinculado dos controladores, sendo tais conselheiros devidamente identificados perante o mercado. Destaca-se, ainda, que nos Estados Unidos, os Conselhos de Administração são compostos por mais de vinte participantes, sendo comum que membros independentes possuam um líder (*leader director*) e se reúnam individualmente. Por outro lado, no Brasil, recomenda-se a adoção de conselheiros independentes, não justificando, por enquanto, a existência de um líder.

Assim, algumas pesquisas foram realizadas no Brasil com o intuito de avaliar estas orientações teóricas. Silveira *et al.* (2003) investigaram a relevância da estrutura de governança para o desempenho financeiro das companhias abertas brasileiras entre 1998 e 2000. Neste estudo, foram analisadas três variáveis de *governança corporativa*: i) separação dos cargos de diretor executivo e presidente do conselho; ii) tamanho do conselho e; iii) grau de independência do conselho de administração.

Como resultado deste trabalho, os autores observaram que a variável “tamanho do conselho” apresentou os resultados mais importantes, com evidências de uma relação quadrática negativa entre o tamanho do conselho de administração e o desempenho

---

<sup>33</sup> Cabe ressaltar, conforme Fama e Jensen (1983), que as atribuições de monitoramento dos gestores e ratificação das decisões propostas tendem a ser mais eficazes e imparciais com a inclusão de conselheiros externos.



financeiro. Isso sugere que as empresas com um número intermediário de conselheiros (quatro a oito membros) alcançariam melhor desempenho financeiro. Esse aspecto reforça a tese de que os conselhos que se transformam em assembléias, por terem dez membros ou mais, podem não ser produtivos<sup>34</sup>.

Com base no estudo citado, sugere-se, também, que as empresas que tiveram pessoas distintas ocupando os cargos de diretor executivo e de presidente do conselho obtiveram, em média, melhor desempenho financeiro. Além disso, este estudo aponta que a independência do conselho de administração<sup>35</sup> não apresenta significância estatística. Este último resultado é, de certa forma, surpreendente diante dos princípios de *governança corporativa* apontados na literatura.

### 3.4. Evolução da Governança Corporativa no Mundo

A literatura econômica registra muitas e importantes contribuições sobre as características, os objetivos e as dimensões do mundo corporativo do século XX. Duas vertentes podem ser destacadas. Uma, representada por Berle e Means (1932), evidenciando que as modernas corporações estariam contrariando a hipótese ortodoxa da microeconomia clássica de maximização do lucro. E outra, realçando o gigantismo e o poder destas corporações, exercido mais pelos seus administradores, do que pelos seus controladores<sup>36</sup>.

Berle e Means (1932) teriam sido os primeiros a observar que a hipótese ortodoxa poderia estar em conflito com a forma como as grandes corporações tomam decisões e com os objetivos dos seus gestores. Eles assinalaram que o divórcio entre a

---

<sup>34</sup> Andrade e Rossetti (2007) fazem recomendação contra os conselhos “populosos”. Os autores afirmam que os conselhos mais eficazes parecem ser os de menor número de integrantes, e com equilíbrio entre *insiders*, *outsiders relacionados* e *outsiders*.

<sup>35</sup> Esta variável foi medida pela diferença entre a proporção de membros não executivos – externos –, e membros executivos – internos –, no conselho.

<sup>36</sup> Nesta concepção, Galbraith (1979) chama a atenção para a “inteligência organizada”, expressa por uma tecno-estrutura, que prevalece nas empresas amadurecidas, onde o controle e a gestão se dissociam. Esta inteligência detém poder e controla não apenas o gigantismo das corporações, mas também os impactos de seu desenvolvimento e de seu desempenho na sociedade como um todo.

propriedade e a gerência estava na base de outros objetivos. Mostraram que só nos primórdios da Revolução Industrial, quando as empresas eram dirigidas por seus proprietários-fundadores, os objetivos de maximização de lucros, tais como definidos pela tradição neoclássica, seriam de alguma forma praticados.

Nesse sentido, a revisão dos pressupostos teóricos da microeconomia clássica e a atenção voltada para o poder das corporações, na área acadêmica, evidenciavam distorções, assimetrias de interesses e, no limite mais crítico, desrespeito aos direitos de propriedade. Assim, essas características apontavam para o desenvolvimento de novos instrumentos de controle do mundo corporativo, de acordo com Andrade e Rossetti (2007). Mas, ainda que as instituições legais e a regulação dos mercados de capitais estabelecessem normas para as operações da nova estrutura do sistema capitalista, a pulverização da propriedade e a dissipação da responsabilidade dos acionistas vinham possibilitando práticas que, se não fossem contestadas, poderiam enriquecer os administradores corporativos em vez de propiciar retornos para os proprietários, e assim para a sociedade.

É nesse cenário que surge, e tem eco, o ativismo pioneiro de Robert Monks, nascido em 1933. A seguir, analisaremos o desenvolvimento da *governança corporativa*, que pode ser descrita a partir de três marcos históricos: 1) O ativismo pioneiro de Robert Monks; 2) O relatório Cadbury; e 3) Os princípios da OCDE.

### 3.4.1. O Ativismo de Robert Monks

Robert Monks, um dos pioneiros na análise dos problemas ocasionados pela falta de *governança corporativa*, teve contribuições importantes na discussão do tema. Ele percebeu as enormes distorções na forma como as companhias eram governadas, sendo que o ponto crucial destas distorções era que o destino das companhias não estava sendo traçado por seus proprietários, mas pelos executivos que as dirigiam. Monks percebeu que, ao contrário dos executivos, muitas vezes interessados em manter seus privilégios, ainda que à custa dos resultados financeiros ou sociais das empresas, os acionistas queriam apenas a maximização de valor para suas ações, mas não se envolvendo com esforços para o melhor desempenho das companhias. De acordo com Andrade e Rossetti (2007), Monks acreditava que se esta força fosse liberada e exercida,

poderiam ser obtidos resultados agregados que iriam além de objetivos financeiros imediatos, alcançando a atividade produtiva como um todo.

Monks se torna um ativista ao perceber a extraordinária importância dos investidores institucionais e, em particular, dos fundos de pensão, como futuros proprietários das grandes corporações. Suas ações podem ser vistas em sua passagem pelo mundo político em Washington, quando atuou no *Department of Labor* do governo americano (1984-85) e propôs uma nova linha de análise do papel dos fundos de pensão, que passa a ser reconhecida como correta desde então. Conforme Monks e Minow (1995), “esta linha consistia em fazer do administrador do fundo o responsável pela gestão de seu maior ativo, o voto nos conselhos de administração das corporações”.

Além dessa proposição, Monks atacou a falta de transparência na administração das companhias e, mesmo com a postura liberal do governo Reagan, sugeriu que uma maior intervenção de órgãos reguladores aumentaria os padrões vigentes da eficiência alocativa do mercado de capitais. Como resultado dessa passagem pela administração pública e das convicções que foram se moldando no ativismo por melhores práticas de governança, há, na biografia de Monks, conforme Andrade e Rossetti (2007), uma sutil tensão entre o intervencionismo do ativista e a profunda crença na mecânica sem atritos do funcionamento dos mercados.

### 3.4.2. O Relatório Cadbury

O Relatório Cadbury<sup>37</sup>, divulgado em 1992, destacou-se pelo seu caráter pioneiro e por ter apresentado, em resposta às fortes pressões de influenciadores, um conjunto de novas propostas que atingiram diretamente a forma como as corporações britânicas vinham sendo governadas.

No Reino Unido, até o início dos anos 90, os conselhos de administração das corporações não atuavam de forma eficaz. Conforme Lodi (2000), estes eram constituídos por conselheiros que participavam de conselhos de um grande número de companhias, cruzando entre si interesses e favores e criando dificuldades para

---

<sup>37</sup> Destacam-se também os relatórios que o sucederam no Reino Unido, validando ou revisando suas recomendações, como os Relatórios Greenbury (1995), Hampel (1998), Turnbull (1999) e Higgs (2003).

minoritários e *outsiders*. Ainda de acordo com o autor, “Imperava uma rede de velhos companheiros — uma espécie de *old boy network*”. Foi então estabelecido pelo Banco da Inglaterra, em resposta a pressões de grupos de influência, um comitê para elaborar um Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa, constituído por representantes da Bolsa de Valores de Londres e do Instituto de Contadores Certificados e coordenado por Adrian Cadbury.

Constituído o comitê, Cadbury focou em dois princípios da boa *governança corporativa* – prestação responsável de contas e transparência. E propôs os seguintes termos de referência:

- As responsabilidades de conselheiros e executivos na análise e apresentação de informações para os acionistas e outras partes interessadas sobre o desempenho da companhia;
- A frequência, a clareza e a forma como as informações devem ser apresentadas;
- A constituição e o papel dos conselhos;
- As responsabilidades dos auditores e a extensão de suas atribuições; e
- As ligações entre acionistas, conselhos e auditores.

A versão final do Relatório Cadbury foi editada em dezembro de 1992. As práticas de *governança corporativa* recomendadas influenciaram efetivamente a alta gestão das corporações no Reino Unido e serviram de base para posições semelhantes em outros países, como Canadá, Estados Unidos, França e Austrália, os primeiros a editarem, depois do Relatório Cadbury, os códigos de boa governança, conforme Andrade e Rossetti (2007). Como aspectos relevantes, também observados na evolução do pensamento de Monks, podem ser citados:

- i) O encorajamento de um papel mais ativo nas corporações por parte de investidores institucionais;
- ii) O fortalecimento dos canais de comunicação entre acionistas, conselheiros e direção executiva, através de um conselheiro independente sênior; e
- iii) O envolvimento maior do governo, como provável resposta às exigências de revisão da *Company Law*.

### 3.4.3. Os Princípios da OCDE

O terceiro grande marco histórico da governança corporativa no mundo foi estabelecido por uma organização multilateral, a *Organisation for Economic Cooperation and Development* (OECD), que congrega 29 países. Este é o marco mais recente e o de maior alcance, tanto pela amplitude dos aspectos tratados, quanto pela difusão internacional dos princípios da boa governança. Além disso, torna-se relevante dada sua reconhecida influência na definição dos códigos de melhores práticas em crescente número de países, conforme Andrade e Rossetti (2007).

A percepção – fundamentada em comprovações de estudos acadêmicos<sup>38</sup> – da forte correlação entre mobilização de mercados de capitais maduros e confiáveis, crescimento dos negócios corporativos e desenvolvimento econômico das nações, foi a motivação central do interesse da instituição pelos princípios da governança. Este interesse, por sua vez, resultou na solicitação do conselho da OCDE, apresentada em reunião de nível ministerial realizada no final de abril de 1998, para que a instituição desenvolvesse, junto com governos nacionais, organizações vinculadas ao mercado de capitais e corporações privadas, um conjunto de normas e diretrizes aplicativas de *governança corporativa*. Foi então criado na OCDE o *Business Sector Advisory Group on Corporate Governance*.

Conforme Andrade e Rossetti (2007), a missão deste grupo foi a de desenvolver princípios que ajudassem os países-membros em seus esforços de avaliação e de aperfeiçoamento institucional da boa *governança corporativa*. Voltados para as corporações de capital aberto, mas também aplicáveis a empresas não negociadas em bolsa, os princípios formaram, o quanto foi possível, uma base comum aplicável pelos países-membros e não-membros voltados para o desenvolvimento de melhores práticas. Este grupo de *governança corporativa* da OCDE concluiu seu trabalho em maio de 1999 – realizando uma revisão em 2004 –, e seu resultado encontra-se no *Principles of Corporate Governance*<sup>39</sup>.

---

<sup>38</sup> Como King e Levine (1993), Levine (1997) e Levine e Zervos (1998).

<sup>39</sup> Ver OECD (1999 e 2004).

### 3.5. Governança Corporativa no Brasil

Conforme Borges e Serrão (2005), o desenvolvimento da *governança corporativa* no Brasil está relacionado com o próprio desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro. Nesta perspectiva histórica, nas décadas de 1950 e 1960, predominava a forte presença do acionista controlador familiar, que acumulava o papel de acionista majoritário e de gestor da empresa. No entanto, nos anos 1970, apareceram os primeiros conselhos de administração, trazendo sinais de autonomia e de divisão do poder entre os acionistas e os gestores profissionais.

De acordo com Carvalho (2002), até este período, o mercado acionário era bastante desregulado, mas o governo da época tinha a percepção de que o mercado de capitais era importante para o desenvolvimento do País e, em vista disso, criou uma legislação específica<sup>40</sup>, além de determinar incentivos para a sua promoção. A hipótese básica com a qual se trabalhava era a de que havia falta de compradores, ou seja, que existia um problema de demanda de papéis<sup>41</sup>. Assim, o modelo implantado foi largamente baseado em incentivos fiscais para a aquisição de emissões (Fundo 157) e na criação de um mercado comprador compulsório, resultante da obrigação dos fundos de pensão a comprar ações.

No entanto, lembra-se que a maior parte das empresas deste período era de propriedade familiar e com capacidade limitada de investimento. A visão predominante era que a emissão de ações acarretaria no risco da perda do controle da gestão, o que consistia num fator limitador à oferta de ações. Para aliviar tal restrição, foi introduzida na legislação brasileira uma cláusula aumentando o limite de ações preferenciais (ações sem direito a voto) para 66%. Isto propiciava<sup>42</sup>, aos acionistas controladores, a manutenção do controle com apenas 17% do capital da empresa.

---

<sup>40</sup> Lei 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que disciplina o mercado de capitais e cria a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), e Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as sociedades por ação – *Lei das SA*.

<sup>41</sup> Conforme Carvalho (2002), neste período em discussão a questão da *governança corporativa* ainda era mal compreendida pelos agentes do mercado e, assim, esse tópico não foi contemplado nem pela legislação, nem pelos incentivos governamentais.

<sup>42</sup> Esta diferenciação do capital da empresa em ações “ordinárias” e “preferenciais” ainda vigora nas companhias que não aderiram ao *Novo Mercado* ou aos *Níveis Diferenciados* da Bovespa.

Esta ação, de acordo com Borges e Serrão (2005), criou uma grande *assimetria de direitos* entre os acionistas – majoritários e os minoritários –, constituindo-se como um dos principais problemas de *governança corporativa* no Brasil. E, considerando que o *free-float*<sup>43</sup> das ações ordinárias geralmente é muito reduzido, o que não permite geração de liquidez, os minoritários tiveram de concentrar seus *portfólios* em ações preferenciais, isto é, sem direito a voto. Soma-se a isso o fato de as bolsas de valores terem sido pouco ativas nas questões de regulação e proteção aos acionistas minoritários e, o que se tem nesse primeiro momento é uma baixa disseminação dos conceitos e práticas de *governança corporativa* no país.

Carvalho (2002) ressalta que foi apenas a partir dos anos 1990, com a falência de algumas companhias abertas<sup>44</sup>, que se fortaleceu a preocupação com a necessidade de melhorar os padrões de governança empresarial. Concomitantemente, os investidores institucionais (principalmente os fundos de pensão) começaram a participar mais ativamente dos conselhos de administração e adquiriram participação significativa em empresas de capital privado<sup>45</sup> e nas que estavam sendo privatizadas (como Usiminas, Acesita, Companhia Siderúrgica Nacional e Vale do Rio Doce).

Cabe também ressaltar que o próprio modelo de privatização por meio de leilões influenciou o papel dos investidores institucionais no mercado. A formação de consórcios popularizou um modelo de controle compartilhado, baseado em um acordo de acionistas – no qual os membros do consórcio compartilham os assentos nos conselhos de administração. Essa participação ativa dos investidores institucionais tem modificado sua atitude, que passou a ser mais atuante e a demandar melhores padrões de *governança corporativa* no Brasil, de acordo com Carvalho (2002).

A esta mudança de atitude dos investidores institucionais, somam-se outros fatores: internacionalização do mercado de capitais brasileiro, com número crescente de empresas acessando o mercado internacional por meio de American Depositary

---

<sup>43</sup> *Free-float* significa a quantidade percentual de ações em livre negociação no mercado, isto é, não detida pelos controladores.

<sup>44</sup> Conforme o autor, a liquidação pelo Banco Central de grandes bancos privados (caso do PROER) revelou importantes esquemas de fraude nos registros e padrões contábeis, trazendo dúvidas também sobre a eficácia das auditorias independentes. Similarmente, a falência e os problemas financeiros enfrentados por várias empresas evidenciaram a fraca administração e o claro abuso por parte de grupos controladores.

<sup>45</sup> Um caso emblemático é a Perdigão.

Receipt<sup>46</sup> (ADRs); abertura do sistema financeiro para instituições multinacionais e; aumento da importância dos investidores estrangeiros no mercado acionário nacional. Ressalta-se, que esses investidores são bastante seletivos, o que contribui para forçar algumas empresas a rever o tratamento dispensado aos acionistas minoritários.

Todos esses processos acarretaram em uma demanda crescente de melhora nos padrões da governança empresarial. No final da década de 1990, o debate sobre este tema extrapolou os limites acadêmicos para, finalmente, atingir a grande mídia, conforme Carvalho (2002). Desta forma, diante da importância que o tema *governança corporativa* adquiriu no país, vários agentes econômicos passaram a integrar a formatação e a consolidação desse tópico, com vista a melhorar as práticas de *governança corporativa* adotada pelas empresas.

Dessa forma, no ano de 2001 foi instituída uma lei<sup>47</sup> que tinha como objetivo reformular a Lei das Sociedades Anônimas, então vigente. A intenção era conceder maior proteção aos acionistas minoritários. Tal mudança representa um marco no processo de implantação da *governança corporativa* na cultura das empresas no Brasil. Além disso, alguns códigos de melhores práticas de governança foram editados por grandes agentes do mercado<sup>48</sup>, como forma de melhor disseminar esses conceitos.

Outro marco de destaque no processo de amadurecimento da cultura de respeito aos direitos dos acionistas minoritários, observando os rígidos princípios de governança corporativa, foi a criação do *Novo Mercado* e dos *Níveis Diferenciados* de Governança Corporativa (*Nível 1* e *Nível 2*) pela Bovespa. Por fim, destaca-se a criação do IGC (Índice de Governança Corporativa) da Bovespa, em junho de 2001, que se constitui como o indicador que procura medir o desempenho das ações de empresas que adotaram padrões de *governança corporativa*.

---

<sup>46</sup> O ADR é utilizado pelas empresas brasileiras, entre outras, para captar recursos no exterior e para reforçar a liquidez das ações da companhia. É negociado entre os investidores institucionais em bolsas de valores dos Estados Unidos, e nos mercados organizados. Os investidores de ADRs recebem recibo de ações de companhia não sediada nos Estados Unidos, emitido por um banco e custodiado em banco norte-americano, e podem converter seus ADRs em ações da companhia, e negociá-las no país de origem da mesma.

<sup>47</sup> Lei 10.303, de 31 de outubro de 2001.

<sup>48</sup> Como IBGC, ANBID e PREVI – o fundo de pensão do Banco do Brasil –, além das recomendações da CVM sobre *governança corporativa*.



### 3.5.1. O Novo Mercado e os Níveis Diferenciados da Bovespa

Conforme Carvalho (2002), a criação do *Novo Mercado*, implantado em dezembro de 2000, pela Bovespa, inaugurou uma nova fase do mercado de capitais brasileiro, no qual o setor privado toma a iniciativa no processo de promover as reformas necessárias. Essa iniciativa foi inspirada no *Neuer Markt* alemão. Destaca-se que esta iniciativa inovou ao não necessitar de uma reforma da legislação – não afetando, assim, a situação das empresas que já tinham o capital aberto e queriam continuar listadas nos mercados tradicionais com regras de governança empresariais fracas<sup>49</sup>.

Ou seja, o *Novo Mercado* não requereu sistema operacional diferenciado do mercado tradicional, funcionando, assim, como um *selo de qualidade*. Seu valor reside nas obrigações contratuais assumidas pelas empresas e na maneira como a Bovespa administra tais contratos. Nota-se, ainda, que ao reconhecer que as regras estabelecidas para o *Novo Mercado* são bastante restritivas e que muitas empresas não tinham condições de satisfazê-las, a Bovespa optou pela criação de outros dois *níveis de governança* (denominados *Nível 1* e *Nível 2*) – aumentando o grau de exigência à medida que se sobe o nível<sup>50</sup>.

Conforme Procianoy e Verdi (2009), estes segmentos especiais foram desenvolvidos com o objetivo de proporcionar um ambiente de negociação que estimulasse, ao mesmo tempo, o interesse dos investidores e a valorização das companhias. As empresas listadas nesses segmentos oferecem melhorias nas práticas de *governança corporativa*, ampliando os direitos societários dos acionistas minoritários e a transparência das companhias – com a divulgação de informações em maior volume e melhor qualidade –, facilitando, assim, o acompanhamento de seu desempenho<sup>51</sup>.

---

<sup>49</sup> Evitando, com isso, a oposição política dos grupos controladores.

<sup>50</sup> Desse modo, atualmente, no Brasil, existem quatro mercados (ou quatro selos): mercado tradicional, *Nível 1*, *Nível 2* e *Novo Mercado*.

<sup>51</sup> Quanto à bibliografia da área, ressaltam-se Karolyi (2003), que investigou sobre os determinantes e as conseqüências da decisão de se listar em novos mercados; Leuz e Verrecchia (2000) e Verrecchia (2001) sobre os determinantes da decisão de adotar maiores níveis de *disclosure*; Doidge *et al.* (2004), Silveira *et al.* (2004) e Silveira *et al.* (2007) sobre os determinantes dos níveis de *disclosure* e de governança nas empresas; além de Kyle (1985), Diamond e Verrecchia (1991) e Verrecchia (2001) que prevêm que a

Para as novas empresas, de acordo com Carvalho (2002), a vantagem de estar no *Novo Mercado* é que o preço de suas ações se valoriza consideravelmente. Nesse caso, a premissa básica é que a adoção de boas práticas de *governança corporativa* pelas companhias confere maior credibilidade ao mercado acionário. Como consequência, aumenta-se a confiança e a disposição dos investidores em adquirirem suas ações e a pagarem um preço maior por elas, reduzindo o seu custo de captação<sup>52</sup>, conforme Procianoy e Verdi (2009).

Assim, as empresas direcionam-se a este mercado, aceitando regras mais restritivas, não porque são obrigadas por lei, mas porque acham vantajoso. Outra vantagem apontada para esse modelo é a inclusão de uma cláusula contratual prevendo que quaisquer conflitos serão resolvidos por câmaras de arbitragem<sup>53</sup>. Desse modo, os investidores têm a certeza de que quaisquer recursos serão julgados rapidamente e com a devida competência, livrando-se da morosidade do Judiciário.

É importante ressaltar que essa iniciativa marca uma mudança de postura por parte da Bovespa, pois como o contrato de adesão ao *Novo Mercado* é administrado pela instituição, esta passa a ser a guardiã das práticas de *governança corporativa* no mercado. Isso sugere que haverá um aumento da prática de auto-regulação que, no limite, reduzirá a sobrecarga da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Essa experiência também demonstra que a participação do Governo e do Legislativo nem sempre é essencial, e que existe espaço para a atuação do setor privado enquanto promotor do mercado de capitais, de acordo com Carvalho (2002).

### 3.6. Considerações Finais

---

adoção de altos níveis de governança e de *disclosure* deveria aumentar a liquidez das ações das empresas.

<sup>52</sup> Não apenas pela maior empatia dos investidores ao *Novo Mercado* – por criar segurança adicional aos acionistas minoritários –, como, também, pelas obrigações contratuais que certos fundos de pensão e instituições financeiras estão submetidos – estes estão comprometidos a destinar um percentual mínimo do *portfólio* às empresas que aderiram às boas regras de *governança corporativa*.

<sup>53</sup> Uma câmara arbitral funciona como uma Justiça privada – as decisões dessas câmaras têm força de lei e não são passíveis de questionamentos no Judiciário.

Observou-se, nesta seção, que a economia brasileira passou, sobretudo nos últimos anos, por profundas mudanças na estrutura de propriedade e gestão de suas principais empresas. As relações outrora estáveis, quase simbióticas, entre proprietários e administradores nas empresas familiares, de capital aberto ou fechado, estão sendo questionadas com a reestruturação societária provocada pelas sucessões gerenciais, pela nova cultura de gestão e *governança corporativa*, pelas mudanças institucionais e pelo acirramento da competição e concorrência – inerentes da economia globalizada.

Vimos, também, que as boas práticas de *governança corporativa*, desde seu surgimento, vêm buscando proporcionar melhoras significativas na gestão das empresas e no ambiente regulatório, além de maior proteção aos investidores. Além disso, no Brasil – que apresenta um desenho empresarial diferente dos modelos anglo-americano e nipo-germânico – apenas na última década o tema vem ganhando relevo, 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 principal foco do tema entre nós, no entanto, tem sido a proteção dos sócios minoritários, de modo a promover maior confiança no investidor. Isso se reflete nas alterações da Lei de S.A., nas normas da CVM e, especialmente, pela criação do *Novo Mercado* na Bovespa. Ressalta-se que essa nova legislação deu maior clareza ao papel dos órgãos de participação de proprietários e de administradores. Além disso, os diversos estudos apresentados demonstram que uma administração competente aliada a uma política de transparência e prestação de contas pode gerar valor e se tornar um diferencial competitivo para a companhia<sup>54</sup>.

---

<sup>54</sup> Ver Procianoy e Verdi (2009) para uma melhor discussão deste tópico.

## 4. SOBRE AS PESQUISAS

### 4.1. Introdução

Esta seção pretende apresentar uma comparação entre os principais resultados das pesquisas conduzidas por Federação das Indústrias (FIEMG e FIERGS), BM&FBOVESPA e Fundação Dom Cabral (FDC). O objetivo destas pesquisas foi traçar o perfil da gestão e governança das empresas mineiras e gaúchas de médio e grande porte, de controle familiar, com matriz em Minas Gerais e Rio Grande do Sul, e captar a disposição e o potencial dessas amostras para abertura de capital.

As entrevistas foram presenciais e abordaram questões sobre o uso de ferramentas de gestão, o grau de *governança corporativa* dentro das empresas, a forma como são tratadas as problemáticas financeiras, dentre outras. Os roteiros de entrevista, estruturado com questões abertas quantitativas e qualitativas, foram dividido em cinco blocos de conteúdos, a saber: perfil da empresa, gestão, *governança corporativa*, aspectos financeiros e visão do empresário em relação à abertura de capital – via lançamento de ações e outras formas de financiamento.

A seguir, na tabela 4.1, serão apresentados os resultados do primeiro bloco, fazendo uma relação entre as empresas pesquisadas em Minas Gerais e no Rio Grande do Sul.

**TABELA 4.1 – O perfil das empresas de Minas Gerais e do Rio Grande do Sul**

<b>Itens abordados</b>	<b>Minas Gerais</b>	<b>Rio Grande do Sul</b>
Número de empresas entrevistadas	70	75
Idade média das empresas	41 anos	39 anos

Média de funcionários	1.112	1.102
Participação das <i>indústrias de transformação</i> no total das empresas pesquisadas <sup>55</sup>	47%	61%
Faturamento/Receita Líquida <sup>56</sup> (em R\$ milhões)	Menor que 100: 44% De 100 a 200: 24% De 201 a 500: 26% Acima de 500: 6%	Menor que 100: 43% De 100 a 200: 36% De 201 a 500: 14,5% Acima de 500: 6,5%
Natureza jurídica: - S.A - LTDA	73% 27%	63% 37%

Fonte: FIEMG *et al.* (2007) e FIERGS *et al.* (2008).

Observa-se, na tabela acima, um relativo equilíbrio entre as duas amostras, seja na idade, seja nas demais variáveis, como média de funcionários, faturamento, entre outras. Ressalta-se, de acordo com FIEMG *et al.* (2007) e FIERGS *et al.* (2008), que as amostras selecionadas foram formadas por empresas com faturamento anual acima de R\$ 50 milhões, S.A. de capital fechado ou sociedades limitadas de controle familiar e com matriz sediada no estado em que a pesquisa foi realizada. Além disso, os blocos da entrevista são iguais para as duas pesquisas, no entanto, alguns itens diferem de uma pesquisa para outra. Reportam-se, a seguir, os principais resultados, comuns às duas pesquisas.

## 4.2. Principais Resultados

As pesquisas analisaram as correlações entre a questão *Levando-se em consideração as vantagens e desvantagens mencionadas sobre a abertura de capital, sua empresa estaria disposta a abrir o capital?* e as demais variáveis da entrevista. Os resultados mostraram que não há uma única variável capaz de explicar a disposição em

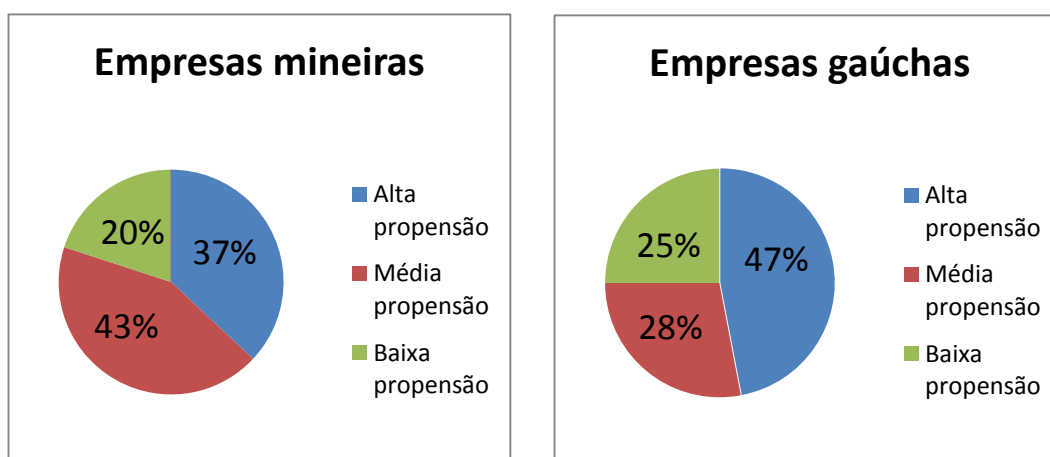
<sup>55</sup> A classificação foi feita de acordo com a Classificação Nacional de Atividades Econômicas – CNAE versão 2.0.

<sup>56</sup> A pesquisa mineira utilizou o faturamento de 2006, enquanto a pesquisa gaúcha utilizou a receita líquida de 2007.

abrir o capital, mas um conjunto de variáveis que abrange os cinco grupos de temas que compuseram o roteiro de entrevista. Posteriormente, as pesquisas realizaram a análise discriminante<sup>57</sup> com base nas variáveis mais correlacionadas com a disposição em abrir o capital.

A primeira análise, reportada nos **gráficos 4.1 e 4.2**, mostra os resultados quanto à *classificação das empresas conforme a propensão calculada à abertura de capital*, identificando qual a porcentagem das empresas com maior propensão, quantas com média propensão e quantas com baixa propensão à abertura de capital.

**Gráficos 4.1 e 4.2. Porcentual de empresas conforme a classificação para propensão calculada à abertura de capital.**



Fonte: FIEMG *et al.* (2007)

Fonte: FIERGS *et al.* (2008)

Nestes gráficos acima, observa-se uma diferença substancial entre os resultados das amostras dos dois estados – enquanto as empresas mineiras estão caracterizadas pelo “centrismo”, com 43% da amostra demonstrando uma propensão *média* à abertura de capital, as empresas gaúchas estão situadas mais nos “extremos”, com um maior percentual de *alta* propensão à abertura de capital.

Posteriormente, partindo desta primeira classificação, sucederam-se diversas análises, que correlacionam esta propensão calculada a outras variáveis – como o faturamento, o planejamento estratégico, os planos de investimento para ampliação da

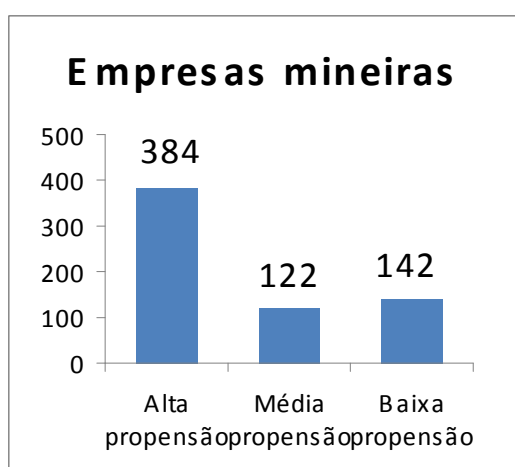
---

<sup>57</sup> A análise discriminante é uma técnica estatística utilizada para estabelecer funções matemáticas que melhor discriminem entre as categorias da variável de interesse (Y). Nesse caso, a propensão à abertura de capital.

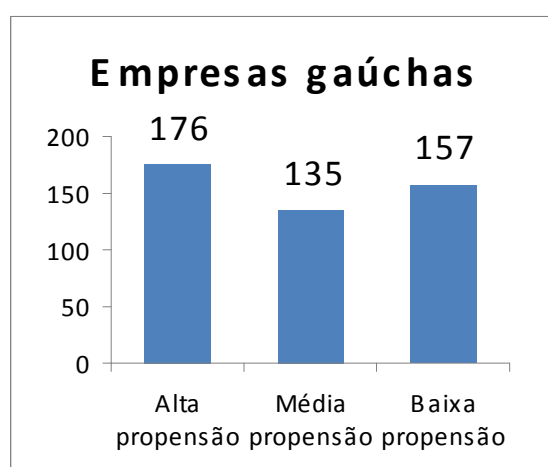
capacidade produtiva, o grau de disposição no compartilhamento de decisões, o planejamento sucessório, entre outros. O objetivo destas correlações é explicar quais são os fatores relacionados a uma maior propensão de abertura de capital.

Para avaliar a relevância do porte da empresa, para que esta acesse o mercado de capitais através de IPO, tem-se a correlação entre a *média de faturamento* pela propensão calculada à abertura de capital, reportada abaixo, nos **gráficos 4.3 e 4.4**.

**Gráficos 4.3 e 4.4. Média de faturamento<sup>58</sup> (em R\$ milhões) por propensão calculada a abrir o capital.**



Fonte: FIEMG *et al.* (2007)



Fonte: FIERGS *et al.* (2008)

Pode-se observar, nestes gráficos, que enquanto as empresas mineiras demonstram forte correlação entre o faturamento médio mais elevado com a maior propensão à abertura de capital, as empresas gaúchas se portam de forma surpreendente ao não revelar diferença significativa entre a receita líquida média entre os três grupos de propensão. Apesar disso, nas entrevistas às empresas gaúchas, 24% destas disseram que o tamanho da empresa é o maior empecilho para a abertura de capital, comprovando, em parte, a crença de que esta é uma variável relevante para a abertura de capital, conforme FIERGS *et al.* (2008).

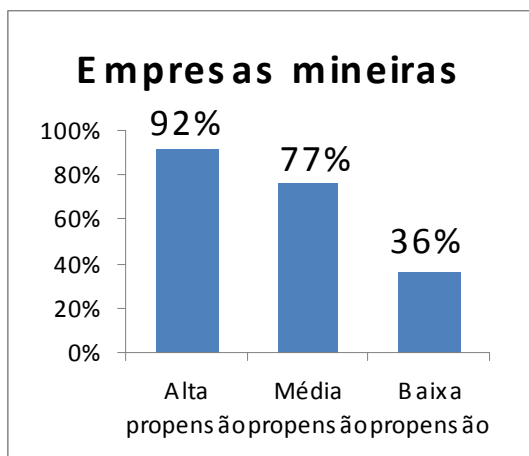
Abaixo, nos **gráficos 4.5 e 4.6**, será analisado a relevância do *planejamento estratégico* por propensão calculada à abertura de capital. O planejamento é uma

---

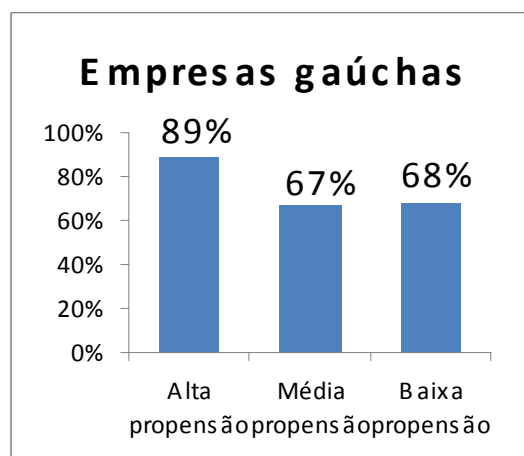
<sup>58</sup> A pesquisa mineira utilizou o *faturamento* do ano de 2006; já a pesquisa gaúcha utilizou a *receita líquida* de 2007.

ferramenta de direcionamento das ações da empresa no longo prazo. Os resultados auferidos mostram que um percentual maior de empresas com alta propensão calculada possui planejamento estratégico.

**Gráficos 4.5 e 4.6. Empresas que utilizam o planejamento estratégico por propensão calculada à abertura de capital - Em %.**



Fonte: FIEMG *et al.* (2007)



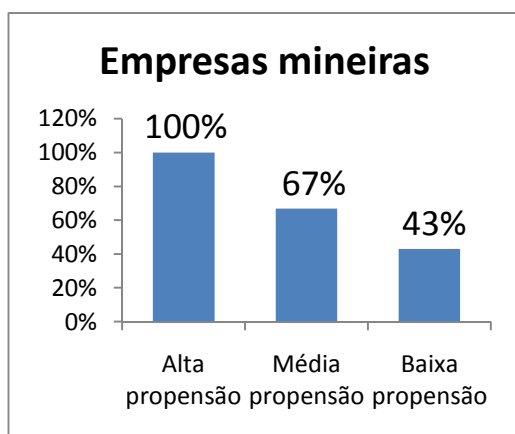
Fonte: FIERGS *et al.* (2008)

Ressalta-se, nestes gráficos, que as empresas mineiras da amostra se portaram de forma bastante diferenciada em relação aos graus de propensão à abertura de capital – nas quais as empresas de alta propensão atingem 92% de utilização do planejamento estratégico, enquanto as de baixa atingem apenas 36%. Já, as empresas gaúchas, apresentaram níveis elevados de utilização desta ferramenta – independentemente da sua propensão à abertura de capital, apesar de que as empresas de maior propensão apresentaram níveis mais elevados desta prática, totalizando 89%.

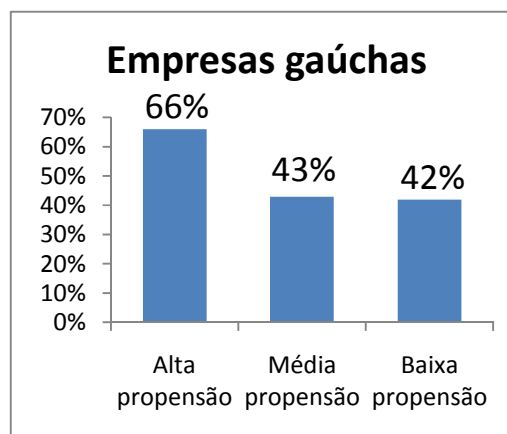
Nos **gráficos 4.7 e 4.8**, tem-se a correlação entre a propensão calculada à abertura de capital e os *planos de investimento em ampliação* das empresas. Esta ampliação engloba expansão geográfica, internacionalização ou aumento da planta existente. Isto também pode tornar a empresa mais atrativa para os investidores em geral, já que cria uma expectativa de crescimento do *market share* e da geração de caixa.

**Gráficos 4.7 e 4.8. Empresas com plano de investimento para ampliação por propensão calculada à abertura de capital – Em %.**





Fonte: FIEMG *et al.* (2007)



Fonte: FIERGS *et al.* (2008)

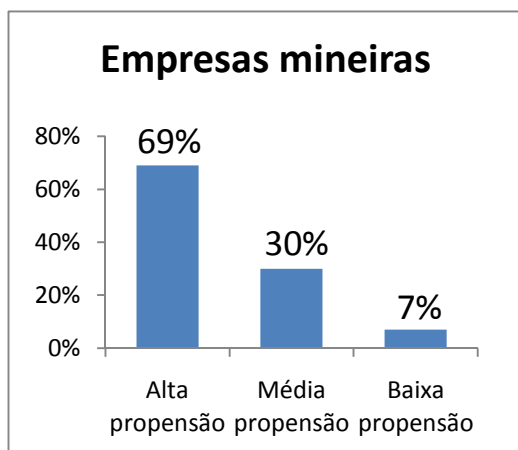
Salienta-se, nestes gráficos, que entre as empresas mineiras com alta propensão à abertura do capital, 100% destas estão correlacionadas à existência de algum projeto para investimento em ampliação. Isto demonstra, em primeiro lugar, a saúde financeira das empresas, que não pretendem utilizar a entrada de novos recursos – oriundos da abertura de capital – para o saneamento financeiro da empresa, mas sim para novos investimentos em ampliação da capacidade produtiva. E, em segundo lugar, estes dados servem como sinal de amadurecimento do mercado de capitais brasileiro e da cultura empresarial sobre o mesmo. Isto, pois, estes dados demonstram que a fonte de recurso que as empresas estão buscando para financiar novos projetos de investimento é o mercado bursátil, através da abertura de capital.

Além destas correlações, supramencionadas, outras duas devem ser citadas aqui. A primeira é o *grau de disposição no compartilhamento de decisões*, um item característico de boa prática de *governança corporativa*. As pesquisas apresentaram resultados muito próximos neste quesito – no caso mineiro, entre as empresas com baixa propensão à abertura de capital, 79% mostraram muito baixo grau de disposição no compartilhamento de decisões, e apenas 14% em alto grau de disposição; já entre as empresas com alta propensão, apenas 8% mostraram muito baixo grau, enquanto que 61% se classificaram como alto grau de disposição. Estes resultados podem sinalizar que as empresas que não possuem problema em compartilhar o poder de decisão estão mais predispostas a participar de um processo de abertura de capital.

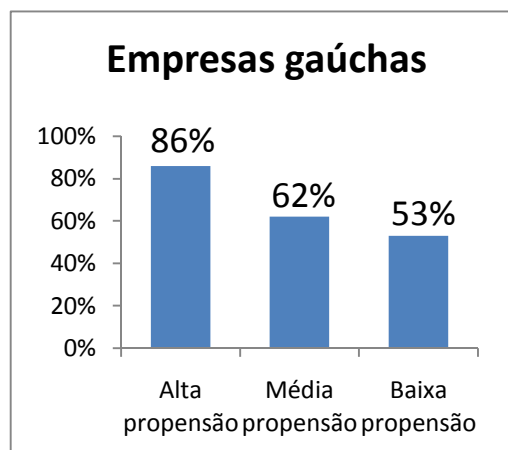
A segunda refere-se ao *planejamento sucessório*. Evidencia-se, na análise de correlação e na equação discriminante de ambas as pesquisas, que o planejamento

sucessório está diretamente correlacionado com a disposição e propensão à abertura de capital, conforme FIEMG *et al.* (2007) e FIERGS *et al.* (2008). Nos **gráficos 4.9 e 4.10**, analisa-se com mais profundidade esta correlação.

**Gráficos 4.9 e 4.10. Planejamento sucessório<sup>59</sup> por propensão calculada à abertura de capital – Em %.**



Fonte: FIEMG *et al.* (2007)



Fonte: FIERGS *et al.* (2008)

Observou-se, nos gráficos acima, a elevada incidência da correlação do processo sucessório da empresa com a sua propensão à abertura de capital. Este índice é de 69% para as empresas mineiras da amostra e de 86% para as empresas gaúchas. Além disso, as pesquisas também evidenciaram, conforme FIEMG *et al.* (2007) e FIERGS *et al.* (2008), que nas empresas com alta propensão calculada à abertura de capital, o critério de sucessão é baseado na competência e no mérito (estes índices são de 74% para as mineiras e de 40% para as gaúchas), o que evidencia um alto grau de profissionalismo dessas empresas. Por outro lado, a maioria das empresas com baixa propensão calculada à abertura de capital não possui planejamento sucessório (este índice é de 93% para as empresas mineiras), e para esse grupo de empresas, o critério de sucessão adotado, em 100% dos casos mineiros, considera e/ou privilegia membros da família, conforme FIEMG *et al.* (2007).

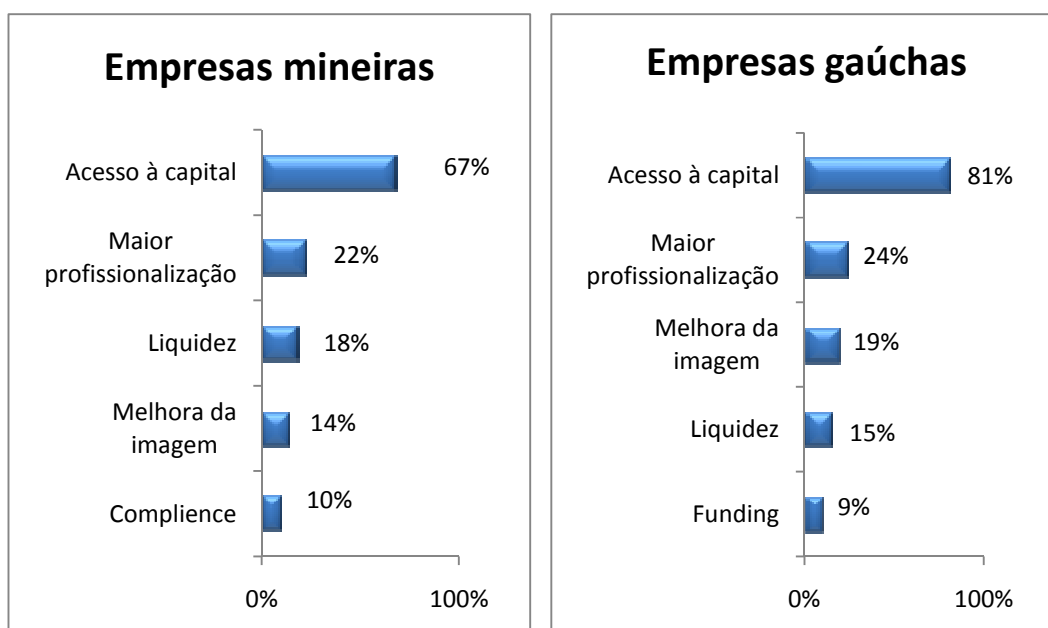
Além destas correlações, reportam-se nos **gráficos 4.11 e 4.12** como as empresas mineiras e gaúchas responderam quando questionadas sobre as *vantagens* e

---

<sup>59</sup> Somando as repostas positivas *formais e informais*.

desvantagens *em abrir o capital*. Estes resultados são relevantes no estudo do comportamento das empresas de capital fechado e com porte suficiente para almejarem a estréia no mercado de ações.

**Gráficos 4.11 e 4.12. Vantagens em abrir o capital<sup>60</sup>.**



Fonte: FIEMG *et al.* (2007)

Fonte: FIERGS *et al.* (2008)

Em relação às vantagens na abertura do capital, observa-se que a grande motivação é o novo aporte de recursos oriundo da venda de ações para o público em geral. Isto representa a motivação de 67% das empresas mineiras e de quase 90% das empresas gaúchas (somados os recursos direcionado a novos investimentos e aqueles utilizados para equilibrar a estrutura financeira). Além disto, outras motivações importantes também estão contempladas, como é o caso da maior profissionalização<sup>61</sup> da empresa, com 22% das indicações mineiras e 24% das gaúchas.

Foram citadas também outras vantagens deste sistema, como a criação de liquidez para os acionistas e a melhora da imagem institucional. Como visto

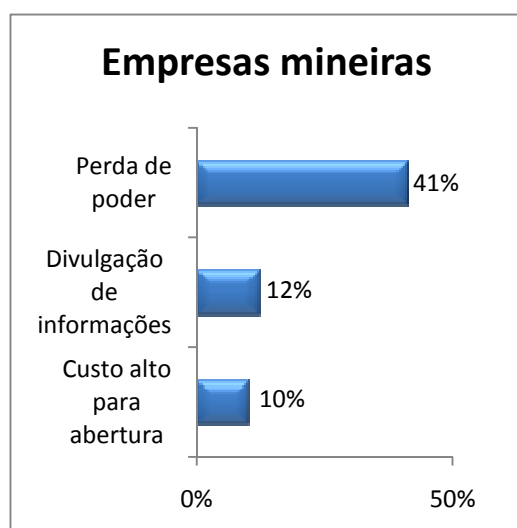
<sup>60</sup> Cada empresa podia citar mais de uma vantagem. E, na pesquisa mineira, foram listadas somente as respostas citadas por pelo menos 10% das empresas.

<sup>61</sup> A maior profissionalização das empresas de capital aberto advém do ambiente de normatização e de pressões a que estas empresas estão submetidas, que resulta em uma maior profissionalização de todos os setores da empresa, além de uma competitividade (e provável rentabilidade) maiores.

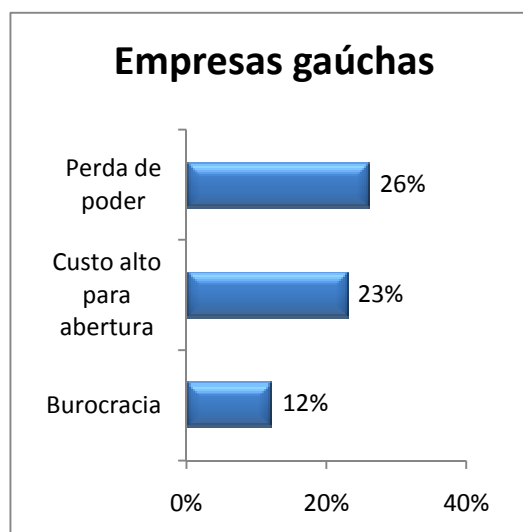
anteriormente<sup>62</sup>, a liquidez cumpre um papel imprescindível para que alguns projetos de investimento sejam realizados, além de ser uma garantia importante dos acionistas, no que tange aos seus próprios investimentos. Quanto à melhora da imagem institucional, esta se encontra presente nas empresas de capital aberto, por diversas razões – sua natureza jurídica, a maior exposição pública, o maior porte da empresa, a publicização dos fatos relevantes, o maior número de acionistas, além do dever de prestar contas e divulgar informações.

A seguir, nos **gráficos 4.13 e 4.14**, serão apresentados os resultados quanto às *desvantagens em abrir o capital*. Ambas as pesquisas convergiram em creditar à *perda do controle e das decisões (poder)* como o grande “vilão” da abertura do capital, com 41% das citações mineiras e 26% das gaúchas. Em seguida vêm os custos para abertura e manutenção da companhia aberta, com 23% das citações gaúchas e 10% das mineiras.

#### **Gráficos 4.13 e 4.14. Desvantagens em abrir o capital<sup>63</sup>.**



Fonte: FIEMG *et al.* (2007)



Fonte: FIERGS *et al.* (2008)

Ademais, conforme FIEMG *et al.* (2007) e FIERGS *et al.* (2008), as pesquisas revelaram haver 25 empresas mineiras (36% da amostra) e 35 empresas gaúchas<sup>64</sup> (47%

<sup>62</sup> Na sessão *Mercado de Capitais*.

<sup>63</sup> Cada empresa podia citar mais de uma desvantagem. E foram listadas somente as respostas citadas por pelo menos 10% das empresas.

da amostra) com disposição para desenvolverem trabalhos para a abertura de capital e que possuem alta propensão calculada a este fim. Essas empresas pensam a abertura de capital como estratégia de crescimento e já adotam práticas de gestão e de *governança corporativa* próximas daquelas preconizadas pelo mercado.

Além disto, as pesquisas também revelaram que outras 16 empresas mineiras e 14 gaúchas – ainda que precisem melhorar alguns aspectos da gestão, governança e cultura para um processo de abertura de capital – têm interesse e disposição para financiar seu crescimento através deste caminho. Assim, conforme as pesquisas, pode-se concluir que, das 70 empresas mineiras e das 75 empresas gaúchas pesquisadas, 41 mineiras e 49 gaúchas podem ser trabalhadas para, no curto ou médio prazo, estarem aptas ao processo de abertura de capital.

### 4.3. Considerações Finais

Entre os resultados encontrados nesta seção, verificou-se que as empresas gaúchas apresentaram uma maior propensão calculada à abertura de capital, com um percentual de 47% de *alta propensão*. As empresas mineiras apresentaram um percentual de 37% no mesmo quesito. A partir desta primeira classificação, sucederam-se diversas análises, que correlacionaram esta propensão calculada a outras variáveis, com o objetivo de evidenciar quais são os fatores relacionados a uma maior propensão de abertura de capital.

Observou-se que os determinantes que sinalizam uma maior propensão à abertura de capital não são iguais para os dois estados. Enquanto para as empresas de Minas Gerais o *faturamento* é extremamente relacionado com o grau de propensão à abertura de capital, o mesmo não ocorre para as empresas do Rio Grande do Sul. Entre as mineiras de alta propensão, o faturamento médio é mais de duas vezes maior do que as de média e baixa propensão. Já entre as gaúchas, a diferença entre a primeira e as demais é relativamente baixo, quase irrelevante.

---

<sup>64</sup> Destas, 11 tem intenção de abrir o capital em um prazo de até dois anos, e as demais entre 2 e 5 anos.

Esta diferença de resultados entre as duas amostras também foi observado nos demais componentes das amostras. No que tange ao *planejamento estratégico*, as empresas mineiras apresentaram forte correlação com a maior propensão à abertura de capital, enquanto que as gaúchas apresentaram uma diferença substancial, mas não tão expressiva quanto as primeiras – isto, no que se refere às diferenças relativas entre as de *alta, média e baixa propensão* e não quanto ao número absoluto, que está bastante elevado (89% no quesito *alta propensão*).

Pode-se dizer que um resultado similar foi obtido quanto aos *planos de investimentos* para ampliação da capacidade produtiva. Neste caso, as diferenças relativas entre as propensões à abertura de capital são bastante acentuadas, com destaque para as mineiras. Quanto aos números absolutos, destaca-se o expressivo percentual de 100% das mineiras de alta propensão à abertura de capital na correlação com este determinante. Já quanto ao *planejamento sucessório*, observou-se uma inversão dos resultados, no qual as empresas gaúchas se mostraram mais influenciadas por este instrumento do que as mineiras.

Observou-se, ainda, que a principal *vantagem* em abrir o capital é o acesso a recursos. Esta vantagem é, em definitivo, a grande motivação das empresas das amostras – computando 67% das indicações mineiras e 81% das gaúchas. Já no que se refere às *desvantagens*, a perda do controle (poder) das decisões é apontado como o grande ‘vilão’ da abertura de capital.

## 5. ANÁLISE DOS DADOS

### 5.1. Introdução

Conforme se observou nos primeiros capítulos, as empresas que pretendem realizar abertura de capital devem estar próximas do que o mercado considera como boas práticas de gestão e governança. Assim, partimos da premissa de que as empresas possuem um incentivo a se tornar mais transparentes, constituírem conselho de administração, adotar auditoria independente, ter planejamento estratégico, ter um maior grau de compartilhamento do poder corporativo, entre outros.

A adoção destas práticas contribui para que as empresas sejam bem recebidas pelo mercado e, conseqüentemente, tenham o custo de captação reduzido – além de conseguirem uma maior valorização de suas ações enquanto permanecerem listada em bolsa. Assim, o objetivo dessa seção é testar se, realmente, as empresas com maior disposição em abrir o capital adotam práticas de *governança corporativa*. Testaremos, também, outras variáveis, com o objetivo de identificar quais são os fatores que influenciam a disposição das empresas em abrir o capital.

Esta verificação será efetuada a partir de um modelo Logit. Ou seja, queremos identificar como os fatores de *governança corporativa*, entre outros, influenciam na decisão das empresas em abrir o capital. Para tanto, serão utilizados os dados primários das pesquisas conduzidas por Federação das Indústrias (FIEMG e FIERGS), BM&FBOVESPA e Fundação Dom Cabral (FDC).

### 5.2. Processo Metodológico

Para efetuar este exercício econométrico, a presente dissertação buscou os resultados primários dos questionários das pesquisas<sup>65</sup>. Isto é, os bancos de dados

---

<sup>65</sup> FIEMG *et al.* (2007) e FIERGS *et al.* (2008).

originais de ambas as pesquisas, ainda em estado “bruto”. A seguir, montamos um banco de dados próprio, com os principais resultados dos questionários presentes em ambas as pesquisas. Neste banco de dados, classificamos os resultados da seguinte forma: *perfil, gestão, governança corporativa, aspectos financeiros e propensão a abrir o capital*.

Tendo efetuado esta primeira etapa, de construção do banco de dados, passamos a verificar como se encontravam as amostras nas seguintes questões: *auditoria independente, planejamento estratégico, conselho de administração, plano de sucessão, grau de divulgação dos atos de gestão, grau de compartilhamento do poder, projetos de investimento, se já pensou em abrir o capital e se há disposição em abrir o capital*. Este resultado se encontra abaixo, na sub-seção 5.3 “Apresentação da Amostra”.

Em seguida, aplicamos o modelo Logit, com o uso do Eviws 6.0, para cinco funções diferentes:

1. Na primeira temos “disposição como função de variáveis de controle”;
2. Na segunda acrescentamos a variável *S.A.*;
3. Na terceira acrescentamos a variável *região*;
4. Na quarta retiramos a variável *região* e acrescentamos *idade* média das empresas; e,
5. Na quinta retiramos a variável *idade* e acrescentamos a variável *faturamento*.

Através dos modelos encontrados nos resultados, foi também possível calcular a probabilidade das empresas em ter disposição em abrir capital de acordo com certas características. Também calculamos as *odds ratio* das mesmas. Na sub-seção 5.4 “Modelo Logit”, comentaremos melhor sobre o modelo econométrico utilizado e, na sub-seção 5.5, sobre os resultados encontrados.

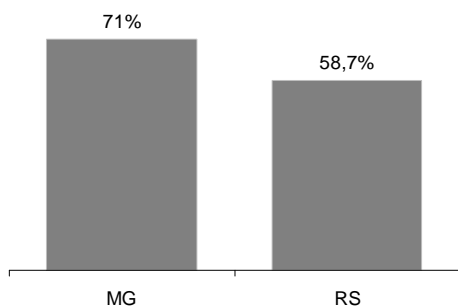
### 5.3. Apresentação da Amostra

Como forma de ilustrar os resultados comuns às duas pesquisas, os gráficos de 5.1 a 5.9 indicarão o percentual de respostas positivas, sobre o total de respostas, para as

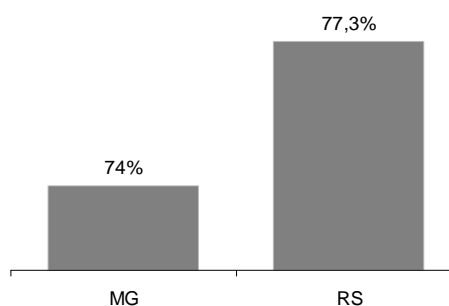


seguintes questões: *auditoria independente, planejamento estratégico, conselho de administração, plano de sucessão, grau de divulgação dos atos de gestão, grau de compartilhamento do poder, projetos de investimento, se já pensou em abrir o capital e se há disposição em abrir o capital*. A seguir, encontram-se os primeiros gráficos.

**Gráfico 5.1 - Auditoria Independente**



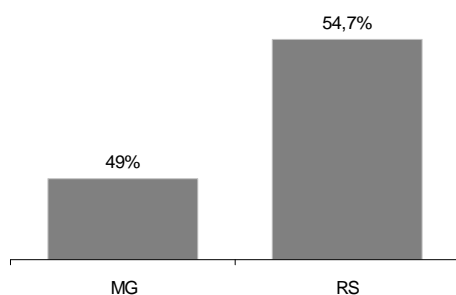
**Gráfico 5.2 - Planejamento Estratégico**



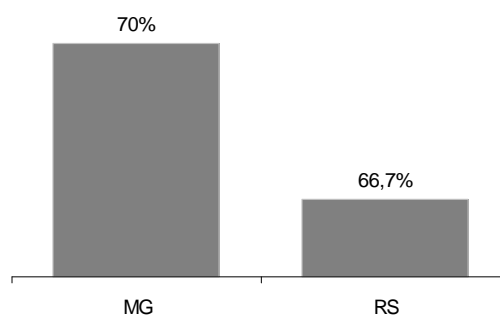
Nota-se, acima, que tanto a variável *auditoria independente*, quanto a relacionada ao *planejamento estratégico*, apresentaram percentuais elevados em ambas as amostras pesquisadas. No caso da primeira questão, 71% das empresas mineiras responderam que possuem auditoria independente – um resultado bem maior que o verificado para as empresas do Rio Grande do Sul. No entanto, as empresas gaúchas fazem uso de forma mais intensa do planejamento estratégico.

Vale destacar que estas variáveis sinalizam a presença de profissionalismo na gestão. Além disso, são dois elementos fundamentais para qualquer empresa que pretenda participar ativamente do mercado de capitais. A *auditoria independente* é um importante instrumento de *governança corporativa*, que confere credibilidade às prestações de contas das empresas, sendo recompensada com uma maior confiança por parte dos investidores, além de uma melhor administração interna (de controle) sobre os atos de gestão. O *planejamento estratégico* também é essencial na gestão. Fica difícil uma empresa crescer e prosperar no seu mercado de atuação, sem ter um planejamento claro e efetivo sobre sua atuação estratégica presente e futura.

**Gráfico 5.3 - Conselho de Administração**

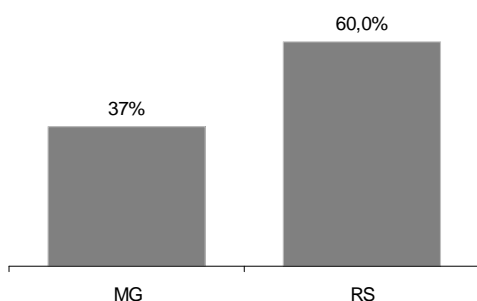


**Gráfico 5.4 - Grau de Compartilhamento do Poder**

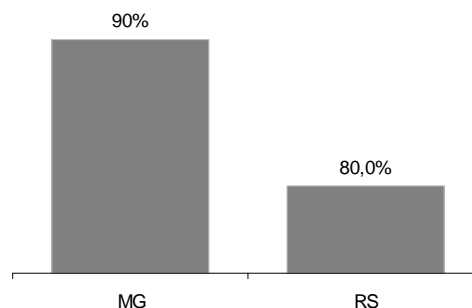


A presença dos *conselhos de administração*, no gráfico 5.3, também é um indício do profissionalismo da gestão. Porém, não está tão presente entre as empresas da amostra. Apesar disto, é possível notar, de acordo com o gráfico 5.4, que a maioria das empresas compartilha o poder corporativo. Este fator é determinante para qualquer empresa que pretenda abrir o capital. Abaixo, reportam-se os gráficos referentes à *divulgação dos atos de gestão e aos projetos de investimento*.

**Gráfico 5.5 - Divulgação dos Atos de Gestão**



**Gráfico 5.6 - Projeto de Investimento**

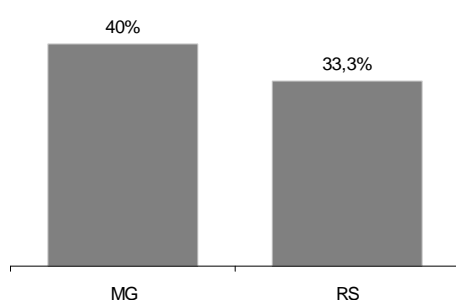


A *divulgação dos atos de gestão*, gráfico 5.5, é outro elemento relevante no quesito *governança corporativa*. Conforme aponta a literatura da área, a questão do *disclosure* é essencial para qualquer empresa que pretenda abrir o capital, ou que deseje conquistar maior confiança por parte dos investidores. Obtendo, dessa forma, vantagens substanciais, como a redução do custo de captação na abertura de capital. Além de uma maior valorização de suas ações, se o capital já estiver aberto, com conseqüências benéficas, como maior valor de mercado, menores custos de financiamento (inclusive do sistema bancário tradicional) e melhor imagem perante o mercado, clientes, colaboradores e fornecedores. Entretanto, os números encontrados,

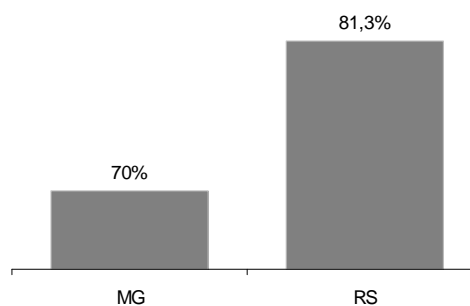
especialmente no que se refere às empresas mineiras (com apenas 37% dos casos), confirmam a tese de que o *disclosure* é uma prática corporativa encontrada principalmente em empresas de capital aberto<sup>66</sup>.

Quanto ao quesito *projetos de investimento*, no gráfico 5.6, os expressivos números encontrados, como 90% para as empresas mineiras e 80% para as gaúchas, são resultados que podem estar sinalizando o otimismo destas empresas com a economia, com o setor de atuação ou com a própria empresa. Também é um dado relevante para o mercado de capitais, pois o financiamento destes projetos pode ser obtido através da emissão de ações, ou de *debêntures* negociáveis em bolsa de valores.

**Gráfico 5.7 - Plano de Sucessão**



**Gráfico 5.8 - Pensou em Abrir o Capital**



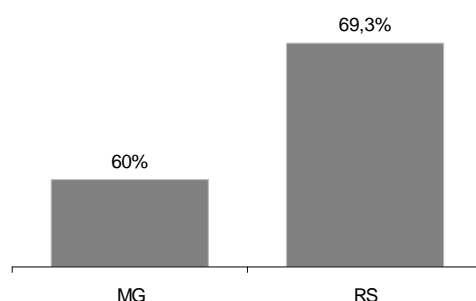
Outros dois indicadores relevantes pesquisados estão apresentados nos gráficos 5.7 e 5.8. A questão do *plano de sucessão* tem forte ligação com a propensão à abertura de capital, pois algumas empresas consideram que a melhor forma de sucessão a ser adotada é através da abertura de capital. Assim, partilham e compartilham a propriedade com novos acionistas, tornando possível a venda de parte da participação dos proprietários, ou, em caso extremo, a venda total da empresa. Porém, os resultados sinalizam que apenas uma pequena parcela das empresas pesquisadas possui plano de sucessão.

---

<sup>66</sup> As empresas de capital fechado dificilmente apresentam níveis de *disclosure* elevado, pois não vêem vantagens em fazê-lo. Isto, pois, estas empresas não possuem estreita relação com o mercado, não existindo, assim, muitas razões para este tipo de divulgação. Em outras palavras, não é estratégico para as empresas de capital fechado adotar uma maior transparência de informações sobre os atos de gestão, pois esta viria a beneficiar principalmente aos concorrentes, que ficariam melhores informados sobre questões importantes da empresa.

Estes números, no entanto, não impedem que um número consideravelmente maior de empresas tenha pensado em abrir o capital, conforme observamos no gráfico 5.8. Isto é explicado pelo fato de que a sucessão através do mercado de capitais é apenas um dos fatores que motivam a abertura de capital. Existindo diversos outros, como o acesso a novos recursos para investimentos, desalavancagem financeira (*funding*), consolidação da empresa no mercado de atuação, consolidação setorial<sup>67</sup>, melhor imagem institucional, entre outros.

**Gráfico 5.9 - Disposição em Abrir o Capital**



Esta mesma lógica é verificada em relação à *disposição em abrir o capital*, como mostra o gráfico 5.9. Estes dados refletem o amadurecimento não apenas da cultura corporativa dos proprietários como, também, do próprio desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, como indutor do desenvolvimento econômico e como uma importante e permanente fonte de recursos para as empresas que dele desejam participar.

De uma forma geral, pode-se dizer que a maioria das empresas já se utiliza de algumas práticas de *governança corporativa* como, por exemplo, *auditoria independente*, *planejamento estratégico* e *compartilhamento do poder*. Porém, parece haver resistência ao *conselho de administração* e à *divulgação dos atos de gestão*. Ainda assim, a maioria das empresas já *pensou em abrir o capital* e está *disposta a fazê-lo*. Como forma de identificar em que sentido essas questões de *governança*

---

<sup>67</sup> O novo aporte de recursos, advindo da abertura de capital, pode ser utilizado para aquisição de concorrentes, resultando na consolidação setorial.

*corporativa* podem afetar essa decisão, propõe-se o uso de um modelo *logit*, que terá como resultado a probabilidade de ocorrência deste evento.

## 5.4. Modelo Logit

Um modelo Logit será usado para encontrar a probabilidade de se abrir o capital, dado pela equação 5.1:

$$Y_i = f(\text{governança}, S/A, \text{região}, \text{idade}, \text{faturamento}) \quad (5.1)$$

Onde  $Y_i$  é dado pela *disposição em abrir capital*, com  $i=1, \dots, n$  representando o número de empresas:

$Y_i$  - *Disposição em abrir capital.*

$Y_i = 1$  → se há disposição em abrir capital

$Y_i = 0$  → caso contrário

O objetivo é justamente encontrar os fatores que podem aumentar a probabilidade das empresas pesquisadas em estarem mais dispostas a abrir seu capital, passando a ter ações negociadas em bolsa de valores. Para isto, serão usadas diversas variáveis de controle. No primeiro grupo temos as relacionadas ao item *governança*. Nesse caso, são quatro diferentes ações que podem sinalizar a presença de determinado nível de *governança* nas empresas, e dadas por:

- Conselho de Administração;
- Plano de Sucessão;
- Divulgação dos Atos de Gestão;
- Grau de Compartilhamento do Poder.

Além dessas, serão utilizadas outras variáveis de controle. No grupo S/A, procura-se filtrar as probabilidades pelo fato da empresa ser LTDA ou S/A de capital

fechado. Assim, o que se procura determinar é se há diferença nos resultados entre as que são S/A e as que são LTDA. Efetuaremos, também, um controle sobre regiões. Considerando que a pesquisa foi feita com empresas de Minas Gerais e do Rio Grande do Sul, o objetivo é identificar se há diferenças significativas na propensão a abrir o capital, conforme essa variável de controle.

Investigaremos, por fim, outros dois pontos. O primeiro diz respeito à idade da empresa. Nesse caso, procura-se responder à seguinte pergunta: *Empresas com mais tempo de existência, considerado os fatores de governança, tem maior probabilidade de abrir capital?* O segundo ponto diz respeito ao faturamento. Assim, procura-se determinar se as empresas com maior faturamento possuem maior propensão a abrir o capital, considerado como controle os fatores de *governança*.

O modelo Logit, em uma forma geral, parte da seguinte relação:

$$P_i = E(Y = 1 / X_i) = \frac{1}{1 + e^{-(\beta_1 + \beta_2 X_i)}} \quad (5.2)$$

Onde  $P_i = E(Y = 1 / X_i)$  é a probabilidade de que uma empresa está disposta a abrir o capital, dada todas as variáveis de controle acima citadas. Essa função é conhecida como função de distribuição logística. Além disso, a probabilidade de não ocorrência pode ser representada por  $(1 - P_i)$ :

$$(1 - P_i) = \frac{1}{1 + e^{(\beta_1 + \beta_2 X_i)}} \quad (5.3)$$

A relação que existe entre as duas probabilidades, conhecida como “odds ratio”, em favor da probabilidade de estar disposta a abrir capital, é dada por:

$$\frac{P_i}{(1 - P_i)} = e^{(\beta_1 + \beta_2 X_i)} \quad (5.4)$$

Aplicando o log na equação 5.3, encontramos:

$$L_i = \ln\left(\frac{P_i}{1 - P_i}\right) = \beta_1 + \beta_2 X_i \quad (5.5)$$

## 5.5. Resultados

A seguir, aplicamos o modelo Logit para cinco funções diferentes. Na primeira, temos “disposição como função de variáveis de controle”; na segunda acrescentamos a variável *S.A.*; na terceira acrescentamos a variável *região*; na quarta retiramos a variável *região* e acrescentamos *idade* média das empresas; e, por último, retiramos a variável *idade* e acrescentamos a variável *faturamento*. A tabela 5.2 mostra os resultados para o modelo 1.

**Tabela 5.2 – Disposição como função de variáveis de controle.**

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
ADM	-0.182046	0.416736	-0.436837	0.6622
SUCCESSAO	0.929085	0.437246	2.124857	0.0336
DIVULGA	-0.265700	0.426323	-0.623238	0.5331
GRAU	1.653921	0.424820	3.893228	0.0001
C	-0.464427	0.405562	-1.145145	0.2521

Observa-se, na tabela 5.2, que a variável *conselho de administração e divulgação dos atos de gestão* não são significativas estatisticamente. Um resultado interessante é a associação positiva entre a *existência de plano de sucessão* na empresa e a maior chance de ter *disposição a abrir capital*. A mesma relação pode-se ver para o *grau de compartilhamento do poder*. Ou seja, quanto mais compartilhado for o poder, maior será a disposição em abrir o capital. De uma forma geral, esse modelo pode ser representado por:

$$P_i = \frac{1}{1 + e^{-(0,46 - 0,18adm + 0,92sucessao - 0,26divu + 1,65 grau)}}$$

Um exercício interessante é ver a probabilidade de uma empresa em ter disposição em abrir capital de acordo com certas características. Considere uma empresa que possui conselho de administração  $adm = 1$ , tem plano de sucessão

*sucessao* = 1; divulga os atos de gestão *divulga* = 1 e possui grau de compartilhamento de poder *grau* = 1. Nesse caso, temos que:

$$P_i = \frac{1}{1 + e^{-[-0,46 - 0,18x(1) + 0,92x(1) - 0,26x(1) + 1,65x(1)]}} = 0,8417$$

Ou seja, a probabilidade de uma empresa estar disposta a abrir capital, dadas essas características, é de 84,17%. Em termos de razão de chance, que irá ver como se comporta a probabilidade associada à disposição em relação a não estar disposta a abrir o capital, dizemos que uma empresa com essas características tem cinco vezes mais chance de abrir capital do que outra empresa. Um ponto interessante de investigação é ver como esses resultados se comportam quando se filtra o modelo para a natureza jurídica<sup>68</sup>. Isso será feito na tabela 5.3.

**Tabela 5.3 – Acrescentando, ao modelo 1, a variável S/A.**

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
ADM	-0.149999	0.424063	-0.353720	0.7235
SUCCESSAO	0.928685	0.437693	2.121775	0.0339
DIVULGA	-0.180736	0.471254	-0.383522	0.7013
GRAU	1.655605	0.425149	3.894174	0.0001
SA	-0.213070	0.506006	-0.421082	0.6737
C	-0.378295	0.453968	-0.833309	0.4047

Observa-se, no modelo acima, que o fato de uma empresa estar constituída como S.A. não a faz possuir uma disposição maior em abrir o capital. Essa variável não é significativa do ponto de vista estatístico. Os coeficientes das demais variáveis mantiveram os sinais do modelo 1, com pequenas variações de magnitude. Da mesma forma, apenas sucessão e grau de compartilhamento são estatisticamente significantes.

<sup>68</sup> Conforme a legislação brasileira, o fato da empresa ser uma S.A. já é um passo importante na direção da abertura de capital, considerando o fato de que as LTDA's devem se transformar em S.A. antes de buscarem a abertura de capital.



De uma forma geral, o modelo 2 pode ser representado por:

$$P_i = \frac{1}{1 + e^{-(-0,37 - 0,14adm + 0,92sucessao - 0,18divulga + 1,65grau - 0,21SA)}}$$

No que se tange à probabilidade de uma empresa estar disposta a abrir capital de acordo com certas características, vamos considerar uma empresa que possui conselho de administração  $adm = 1$ , tem plano de sucessão  $sucessao = 1$ ; divulga os atos de gestão  $divulga = 1$ , possui grau de compartilhamento de poder  $grau = 1$  e é uma sociedade anônima  $S.A. = 1$ . Nesse caso, temos que:

$$P_i = \frac{1}{1 + e^{-[-0,37 - 0,14x(1) + 0,92x(1) - 0,18x(1) + 1,65x(1) - 0,21x(1)]}} = 0,8405$$

Ou seja, uma empresa com essas características tem 84,05% de chance de estar disposta a abrir capital em bolsa de valores. Em termos de razão de chance, dizemos que uma empresa com essas características tem 5,27 vezes mais chance de abrir capital do que outra empresa. Relativamente ao modelo 1, nota-se que a inserção da natureza jurídica não modificou as probabilidades e permite inferir que, mesmo sendo um critério definido por lei, como pré-requisito, ele não afeta essa probabilidade. A seguir, será investigado se esse resultado difere entre as regiões de pesquisa, ou seja, Minas Gerais e Rio Grande do Sul. Os resultados estão na tabela 5.4.

**Tabela 5.4 – Acrescentando, ao modelo 2, a variável região.**

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
ADM	-0.188501	0.430131	-0.438241	0.6612
SUCCESSAO	1.024347	0.447951	2.286741	0.0222
DIVULGA	-0.406027	0.487516	-0.832848	0.4049
GRAU	1.760683	0.439495	4.006154	0.0001
SA	-0.022740	0.510471	-0.044548	0.9645
REGIAO	-0.637086	0.434878	-1.464977	0.1429
C	-0.182428	0.474607	-0.384376	0.7007

Como pode ser observado, a variável *região* não é tão significativa do ponto de vista estatístico. Mas 14% não se configura como um resultado insatisfatório. Como essa variável foi constituída tendo  $MG = 1$ , a relação negativa indica a menor disposição a abrir capital nas empresas de Minas Gerais, relativamente às sediadas no Rio Grande do Sul. De uma forma geral, o modelo 3 pode ser representado por:

$$P_i = \frac{1}{1 + e^{-(-0,18 - 0,18adm + 1,02sucessao - 0,40divulga + 1,76grau - 0,02SA - 0,63regiao)}}$$

Quanto à probabilidade das empresas em estarem dispostas a abrir capital, vamos considerar uma que possui conselho de administração  $adm = 1$ , tem plano de sucessão  $sucessao = 1$ ; divulga os atos de gestão  $divulga = 1$ , possui grau de compartilhamento de poder  $grau = 1$ , é uma sociedade anônima  $S.A. = 1$  e está localizada em Minas Gerais  $regiao = 1$ . Nesse caso, temos que:

$$P_i = \frac{1}{1 + e^{-[-0,18 - 0,18x(1) + 1,02x(1) - 0,40x(1) + 1,76x(1) - 0,02x(1) - 0,63x(1)]}} = 0,7938$$

Ou seja, uma empresa com essas características tem 79,38% de chance de estar disposta a abrir capital em bolsa de valores. Em termos de razão de chance, dizemos que uma empresa com essas características tem 3,85 vezes mais chance de abrir capital do que outra empresa.

O mesmo exercício foi aplicado para as empresas gaúchas, assim  $regiao = 0$ , e um resultado bem diferente foi encontrado, demonstrando a maior disposição das empresas gaúchas a abrir o capital, quando comparadas com as mineiras. Entre os resultados encontrados, destaca-se o expressivo valor de 87,92% de chance das empresas gaúchas estarem dispostas a abrir capital em bolsa de valores. E em termos de razão de chance, esta amostra apresentou 7,28 vezes mais chance de abrir capital do que outra empresa.

O próximo modelo de investigação substitui a variável de controle *região* pela *idade*. O objetivo aqui é ver se uma empresa mais antiga tem maior disposição em abrir capital. Os resultados estão na tabela 5.5.

**Tabela 5.5 – Retira do modelo 3 a variável região e controla por tempo.**

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
ADM	-0.190783	0.427821	-0.445940	0.6556
SUCCESSAO	1.018720	0.448805	2.269853	0.0232
DIVULGA	-0.211394	0.477479	-0.442730	0.6580
GRAU	1.660424	0.429642	3.864668	0.0001
SA	-0.059782	0.520894	-0.114767	0.9086
IDADE	-0.012218	0.010047	-1.216118	0.2239
C	0.006931	0.550642	0.012588	0.9900

No modelo acima, pode-se verificar que a variável *idade* tem uma relação inversa com a disposição em abrir capital, mas não é relevante do ponto de vista estatístico. Ou seja, a idade da empresa não parece ser um elemento determinante desta disposição. De uma forma geral, o modelo 4 pode ser representado por:

$$P_i = \frac{1}{1 + e^{-(-0,00 - 0,19 adm + 1,01 sucessao - 0,21 divulga + 1,66 grau - 0,05 SA - 0,01 idade)}}$$

Quanto à probabilidade de uma empresa em abrir capital, vamos considerar uma de referência que possui conselho de administração  $adm = 1$ , tem plano de sucessão  $sucessao = 1$ ; divulga os atos de gestão  $divulga = 1$ , possui grau de compartilhamento de poder  $grau = 1$ , é uma sociedade anônima  $S.A. = 1$  e está enquadrada na média da idade pesquisada  $idade = 40$ . Nesse caso, temos que:

$$P_i = \frac{1}{1 + e^{-[-0,00 - 0,19x(1) + 1,01x(1) - 0,21x(1) + 1,66x(1) - 0,05x(1) - 0,01x(40)]}} = 0,8501$$

Ou seja, uma empresa com essas características tem 85,01% de chance de estar disposta a abrir capital em bolsa de valores. Em termos de razão de chance, dizemos que uma empresa com essas características tem 5,67 vezes mais chance de abrir capital do que outra empresa. É interessante observar, conforme alguns exercícios efetuados sobre o modelo 4, que quanto menor a idade da empresa, maior a probabilidade de estar disposta em abrir o capital.

Por fim, a última variável de controle a ser investigada é o *faturamento*. O objetivo aqui é verificar se realmente o porte da empresa tem relevância sobre sua disposição em abrir capital, preservando as características anteriores. Os resultados serão discutidos na tabela 5.6.

**Tabela 5.6 – Retira do modelo 3 a variável região e controla por faturamento.**

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
ADM	-0.172793	0.426385	-0.405251	0.6853
SUCCESSAO	1.001095	0.448176	2.233711	0.0255
DIVULGA	-0.155899	0.474395	-0.328627	0.7424
GRAU	1.689261	0.428790	3.939597	0.0001
SA	-0.158196	0.513059	-0.308339	0.7578
FATURAMENTO	-0.000630	0.000671	-0.938378	0.3481
C	-0.338968	0.457460	-0.740978	0.4587

No quinto modelo, observa-se que a variável *faturamento* não se mostrou relevante do ponto de vista estatístico e tem sinal negativo. Isso significa que quanto maior for a empresa, menor será sua disposição a abrir capital. No entanto, conforme as correlações encontradas na seção 4. “Sobre as Pesquisas”, a variável *faturamento* é relevante para a propensão à abertura de capital das empresas mineiras, mas não das gaúchas.

De uma forma geral, o modelo 5 pode ser representado por:

$$P_i = \frac{1}{1 + e^{-(0,33-0,17 adm+1,00sucessao-0,15divu lg a+1,68 grau-0,15SA-0,01 faturamento)}}$$

Quanto à probabilidade de uma empresa estar disposta a abrir capital, vamos considerar uma que possui conselho de administração  $adm = 1$ , tem plano de sucessão  $sucessao = 1$ ; divulga os atos de gestão  $divu lg a = 1$ , possui grau de compartilhamento de poder  $grau = 1$ , é uma sociedade anônima  $S.A. = 1$  e está na média do faturamento pesquisado  $faturamento = 190$ . Nesse caso, temos que:

$$P_i = \frac{1}{1 + e^{-[-0,33 - 0,17x(1) + 1,00x(1) - 0,15x(1) + 1,68x(1) - 0,15x(1) - 0,01x(190)]}} = 0,8513$$

Ou seja, uma empresa com essas características tem 85,13% de chance de estar disposta a abrir capital em bolsa de valores. Em termos de razão de chance, dizemos que uma empresa com essas características tem 5,72 vezes mais chance de abrir capital do que outra.

A seguir, na tabela 5.7, serão reunidos todos os índices de probabilidade das empresas em estarem dispostas a abrir o capital, encontrados nos modelos de 1 a 5, anteriormente vistos, juntamente com suas *odds ratio*, para uma melhor avaliação do assunto.

**TABELA 5.7 – Probabilidade e *odds ratio* dos modelos 01 a 05**

	Modelo Básico (1)	Modelo (2)	Modelo (3 – MG)	Modelo (3 – RS)	Modelo (4)	Modelo (5)
$P_i$	84,17%	84,05%	79,38%	87,92%	85,01%	85,13%
<i>Odds Ratio</i>	5,32	5,27	3,85	7,28	5,67	5,72

**Nota:** Considerando como empresa de referência (do modelo básico) uma que possui conselho de administração  $adm = 1$ , tem plano de sucessão  $sucessao = 1$ ; divulga os atos de gestão  $divulgacao = 1$  e possui grau de compartilhamento de poder  $grau = 1$ .

Ressalta-se, na tabela 5.7, a diferença entre as amostras de Minas Gerais e do Rio Grande do Sul, no que se refere às disposições em abrir o capital quando o enfoque é efetuado por estado de origem (Modelo 3 – MG; Modelo 3 – RS). A divergência entre os dois resultados é realmente expressiva. Enquanto a *odds ratio* das empresas mineiras está em 3,85, a das gaúchas está em 7,28. Este resultado mostra evidências de confirmação das diferenças entre as propensões à abertura de capital, entre os estados pesquisados, vistas na seção anterior (gráficos 4.1 e 4.2).

Ademais, verificou-se, nesta seção, que fatores como *existência do conselho de administração, divulgação dos atos de gestão, estar constituída como S.A, região, idade*

*da empresa e faturamento* não se demonstraram relevantes do ponto de vista estatístico sobre a disposição das empresas em abrir capital. No entanto, os resultados revelaram duas variáveis com sinais de significância estatística. A primeira delas é a *existência de plano de sucessão*. A segunda se refere ao *grau de compartilhamento de poder*, que apresentou um grau de probabilidade calculado em 0,0001 no modelo Logit. Portanto, há evidências de que quanto maior for o grau de compartilhamento de poder na empresa, maior tenderá ser a probabilidade de haver disposição na abertura de capital.

## 6. CONCLUSÃO

De um ponto de vista meramente técnico, o significado de uma empresa ser cotada em bolsa é, simplesmente, ter disponibilizado no mercado os próprios títulos acionários, tornando-se negociável publicamente. De um ponto de vista mais substancial, o ingresso no mercado bursátil representa, para a empresa, um momento evolutivo de particular importância em termos de política de financiamento, orientação cultural e visibilidade no mercado de atuação.

Estar listada em bolsa constitui, de fato, não apenas o acesso a uma fonte continuada de recursos financeiros para destinar ao desenvolvimento empresarial, mas também o momento em que a empresa consolida sua própria imagem e sua própria posição no mercado. Assim, o início das negociações no mercado representa um momento de transformação empresarial que acarreta em um amplo processo de mudanças – com efeitos sobre a direção proprietária, sobre as direções administrativa e gerencial, além de interferir no relacionamento com os clientes, fornecedores e com os agentes financeiros em geral.

Em tal processo, ressaltamos que a empresa é chamada a fazer um significativo salto cultural que a leva em direção à necessidade de compartilhar, com terceiros, a gestão da empresa e dos seus respectivos resultados. É essencial, portanto, ter conhecimento dos condicionamentos que o mercado impõe, a fim de diagnosticar o perfil da empresa disposta a abrir o capital, avaliando a distancia cultural existente entre a empresa e o mercado. Além disso, a decisão pela abertura de capital deve necessariamente ser precedida de uma análise profunda, sobre a evolução do mercado em avaliação, sobre o ambiente conjuntural (isto é, sobre os cenários macroeconômico e setorial) e, sobretudo, sobre os fatores internos à empresa – avaliação das vantagens competitivas e sustentabilidade no tempo, objetivos a alcançar, adequação da estrutura organizativa, entre outros.

Na seqüência, passa a ser fundamental a avaliação da conveniência estratégica, econômica e financeira da operação. Neste processo, o empreendedor passa a examinar as vantagens e os vínculos que esta operação pode trazer para sua empresa. Assim, verificamos que a escolha pela abertura de capital é uma decisão complexa, que deve

fazer parte de uma ampla estratégia que tenha como finalidade principal a criação e a difusão de valor para os acionistas (majoritários e minoritários) e para os *stakeholders*.

Também avaliamos, nesta dissertação, o perfil da gestão e da governança das empresas mineiras e gaúchas, de médio e grande porte, de controle familiar, com matriz em Minas Gerais e Rio Grande do Sul, e buscamos identificar as variáveis determinantes da disposição para abertura de capital. Entre os resultados encontrados na seção 4, verificamos que as empresas gaúchas apresentaram uma maior propensão calculada à abertura de capital do que as mineiras. Correlacionando esta propensão à outras variáveis, observamos que os determinantes que sinalizam uma maior propensão à abertura de capital não são iguais para os dois estados.

Em seguida, aplicando o modelo Logit ao banco de dados original das duas pesquisas, encontramos outros resultados interessantes. Entre estes, verificamos que a *existência do conselho de administração* não apresenta indícios de influenciar a disposição das empresas em abrir o capital. Para nossa surpresa, o mesmo resultado ocorreu para a variável *divulgação dos atos de gestão*, que é uma das mais importantes variáveis de *governança corporativa*, que significa transparência (*disclosure*).

A variável *estar constituída como S.A* também não apresentou significância estatística. Este resultado também surpreendeu, considerando que uma empresa já estar constituída como *sociedade anônima* é um fator que demonstra certa medida de desenvolvimento corporativo e um passo trilhado na direção da abertura de capital. Além disto, os modelos realizados também não indicaram significância estatística para as variáveis *região, idade da empresa e faturamento*.

Entre os resultados que sinalizaram a presença de significância estatística, encontramos duas variáveis. A primeira delas é a *existência de plano de sucessão*. Ou seja, quanto maior for a existência de plano de sucessão nas empresas, maior tende a ser a probabilidade, das mesmas, em ter disposição a fazer emissão pública de ações. A segunda se refere ao *grau de compartilhamento de poder*, que apresentou uma probabilidade calculada em 0,0001 no modelo Logit. Portanto, há evidências de que quanto maior for o grau de compartilhamento de poder na empresa, maior tenderá ser a probabilidade de haver disposição na abertura de capital.



Assim, podemos concluir que há indícios de que a adoção de práticas de *governança corporativa* pelas empresas de capital fechado não é suficiente, sozinha, para determinar quais são as empresas com maior disposição à abertura de capital. Ressaltamos, também, que outros fatores que pareciam haver forte influência na maior disposição em participar do mercado de capitais – como *faturamento*, *idade da empresa* e *estar constituída como S.A.* – não se mostraram relevantes do ponto de vista estatístico. Mas, a variável *grau de compartilhamento de poder*, elemento determinante de *governança corporativa*, mostrou-se extremamente correlacionada com esta disposição.

Resta saber, e deixamos isto como sugestão para futuras investigações sobre o tema, como o resultado sobre o compartilhamento do poder corporativo está relacionado ao principal problema de *governança corporativa* brasileiro, ou seja, às *assimetrias de poder* e *de direitos* entre acionistas majoritários e minoritários, nas empresas de capital aberto.

## 7. BIBLIOGRAFIA

AKERLOF, G. *The market for “Lemons”: quality uncertainty and the market mechanism.* Quarterly Journal of Economics, 84(3):488-500, 1970.

ALCHIAN, A.; DEMSETZ, H. *Production, Information Costs, and Economic Organization.* American Economic Review, 62(5):777-795, 1972.

ALTMAN, E. I. *A further empirical investigation of the bankruptcy cost question.* The Journal of Finance, v. 39, n.4, p. 1067-1089, set. 1984.

ANDRADE, A.; ROSSETTI, J. P. *Governança Corporativa – fundamentos, desenvolvimento e tendências.* São Paulo: Editora Atlas S.A. (3º Edição – atualizada e revisada), 2007.

ANDREZO, A. F.; LIMA, I. S. *Mercado de Capitais – Aspectos históricos e conceituais.* São Paulo: Pioneira Thomson Learning (2º reimpressão), 2001.

ARROW, K. *Essays of Theory of Risk Bearing.* Chicago: Markham Publishing Company, 1971.

BAGEHOT, W. *Lombard Street.* Homewood, IL: Richard D. Irwin, (1873), 1962 Edition.

BARROS, M. *et al. Desafios e Oportunidades para o Mercado de Capitais Brasileiro.* São Paulo: BOVESPA, 2000.

BASSO, L. F. C.; MENDES, E. A.; KAYO, E. K. *Estrutura de Capital e Janelas de Oportunidade: testes no mercado brasileiro.* Apresentado no “IV Encontro Brasileiro de Finanças”. (disponível em CD-ROM ou em [www.sbfin.org.br](http://www.sbfin.org.br)) Rio de Janeiro, Anais..., jul. 2004.

BENARTZI, S.; THALER, R. *Myopic Loss Aversion and the Equity Premium Puzzle.* Quarterly Journal of Economics, 110(1), pág. 73-92, 1995.

BERLE, A.; MEANS, G. *The Modern Corporation and Private Property.* New York: Macmillan, 1932.

BHOJRAJ, S.; SENGUPTA, P. *Effect of Corporate Governance on Bond Ratings and Yields: the role of institutional investors and outside directors.* Cornell University and University of Maryland, Nov. 2001.

BORGES, L.F.X.; SERRÃO, C.F.B. *Aspectos de Governança Corporativa Moderna no Brasil.* Rio de Janeiro: REVISTA DO BNDES, V. 12, N. 24, P. 111-148, DEZ. 2005.

CADBURY, sir A. (chairman). *Report of the committee on the financial aspects of corporate governance.* Londres: Professional Publishing Ltd – Gee., (disponível no site [www.ecgn.org](http://www.ecgn.org), em 10.06.2001), 1992.

CAMARGO, J. L. *Anais do Seminário sobre Governança Corporativa.* Rio de Janeiro: BNDES, 1999.

CARVALHO, A. G. *Governança Corporativa no Brasil em Perspectiva*. São Paulo: *Revista de Administração da USP*, v. 37, n.3, p.19-32, julho/setembro, 2002.

\_\_\_\_\_. *Efeitos da Migração para os Níveis de Governança da Bovespa*. São Paulo: Bovespa (Trabalho preparado para a Bovespa, disponível em: <http://www.bovespa.com.br/pdf/usp niveis.pdf>), 2003.

CLEMENTE, E. S. *Governança Corporativa e Questões Jurídicas Concretas*. In: CANTIDIANO, L. L., CORRÊA, R. (orgs.). “Governança Corporativa: empresas transparentes na sociedade de capitais”. (Série Apimec) São Paulo: Lazuli Editora, 2004.

COASE, R. *The Nature of Firm*. *Economica*, 4:386-405 (o original é de 1937).

CVM. *Cartilha de Governança Corporativa*. (disponível em <http://www.cvm.gov.br>; acesso em 22.10.2006), 2002.

DAMODARAN, A. *Finanças Corporativas*. Teoria e Prática. 2. Ed. Bookman, 2004.

DEMIRGÜÇ-KUNT, A.; MAKSIMOVIC, V. *Stock Market Development and Corporate Finance Decisions*. *Finance and Development*, June, 1996.

DEMIRGURÇ-KUNT, A.; LEVINE, R. “*Bank-based and Market-based Financial Systems: cross-country comparisons*”. In: DEMIRGUÇ-KUNT, A. & LEVINE, R. (eds.) *Financial structure and economic growth*. Cambridge, MA: MIT Press, 2004.

DIAMOND, D.; VERRECCHIA, R. *Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital*. *Journal of Finance*, 46(4):1325–1359, 1991.

DOIDGE, C.; KAROLYI, A.; STULZ, R. *Why are Foreign Firms that are Listed in the U.S. Worth More?* *Journal of Financial Economics*, 71:205–238, 2004.

DONNELLY, R.; MULCAHY, M. *Board Structure, Ownership, and Voluntary Disclosure in Ireland*. *Journal compilation: Blackwell Publishing Ltd; Volume 16, Number 5, September, 2008*.

DRUCKER, Peter. *A Revolução Invisível*. São Paulo: Pioneira, 1977.

EID Jr., W. *Custo e Estrutura de Capital: o comportamento das empresas brasileiras*”. São Paulo: *Revista de Administração de Empresas*, v. 36, n. 4, p. 51-59, 1996.

EIZIRIK, N. L. *Anais do Seminário sobre Governança Corporativa*. Rio de Janeiro: BNDES, 1999.

FAMA, E.; JENSEN, M. *Separation of Ownership and Control*. *Journal of Law and Economics*, 26:301–327, 1983.

FIEMG; BOVESPA; Fundação Dom Cabral (FDC). *Gestão, Governança e Mercado de Capitais - Perspectivas das Empresas Mineiras*, 2007.

FIERGS; BM&FBOVESPA; Fundação Dom Cabral (FDC). *Gestão, Governança e Mercado de Capitais - Perspectivas das Empresas Gaúchas*, 2008.

FONTES FILHO, J. R. *O Conceito e a Prática de Governança Corporativa*. In: VENTURA, E.C.F. (Coordenação geral); FONTES FILHO, J.R. (Coordenação). “Governança Cooperativa: diretrizes e mecanismos para fortalecimento da governança em cooperativas de crédito”. Brasília: BCB, 2009.

FUNDAP. *O Mercado de Capitais Brasileiro no Período 2003-2007: evolução e tendências*. Grupo de Conjuntura. Disponível em <http://www.fundap.sp.gov.br/debatesfundap/pdf/conjuntura/O%20mercado%20de%20capitais%20brasileiro%20no%20período%202003%202007%20-%20evolução%20e%20tendências.pdf>, 2008.

GALBRAITH, J.K. *The New Industrial State*. Penguin Books, 1979.

GLEASER, E.; JOHNSON, S.; SHLEIFER, A. *Coase Versus the Coasians*. Quarterly Journal of Economics, vol. 108(3), 853-899, 2001.

GOMES, G.; LEAL, R. *Determinantes da Estrutura de Capitais das Empresas Brasileiras com Ações Negociadas em Bolsa de Valores*. In: LEAL, R. et al. *Finanças Corporativas – Coleção Coppead de Administração*. São Paulo: Atlas, 2000.

HARRIS, M., RAVIV, A. *The Theory of Capital Structure*. Journal of Finance, v. 46, p. 297-355, 1991.

HICKS, J. R. *A Theory of Economic History*. London: Clarendon Press, Oxford University Press, 1969.

HOLMSTRÖM, B.; TIROLE, J. *LAPM: A Liquidity-Based Asset Pricing Model*. Journal of Finance, v. 56 (5), p. 1837-1867, 2001.

IBGC. *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa*. (disponível em <http://www.ibgc.org.br> - acesso em: 03.08.2009), 2004.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. *Theory of the Firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*. Journal of Financial Economics, v.3, 1976.

KAROLYI, G. A. *The Role of ADRs in the Development and Integration of Emerging Equity Markets*. Unpublished working paper, The Ohio State University, 2003.

KLEIN, B. *Contracting Costs and Residual Claims: the separation of ownership and control*. Journal of Law & Economics, v.26, p.367-373, June, 1983.

KING, R. G.; LEVINE, R. *Finance and Growth: Schumpeter might be right*. The World Bank, Policy Research Working Paper Series 1083, 1993.

KYLE, A. S. *Continuous Auctions and Insider Trading*. Econometrica, 53:1315–1335, 1985.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. *Legal Determinants of External Finance*. Journal of Finance 52 (3), 1131-1150, 1997

\_\_\_\_\_. *Law and Finance*. Journal of Political Economy, Chicago, v.106, n.6, p.1113-1155, Dec. 1998.

\_\_\_\_\_. *Corporate Ownership Around the World*. Journal of Finance, Malden, v.54, n.2, p.471-518, Apr. 1999.

LEAL, R., SAITO, R. *Finanças Corporativas no Brasil*. RAE Eletrônica, v. 2, n. 2, 2003.

LEUZ, C.; VERRECCHIA, R. *The Economic Consequences of Increased Disclosure*. Journal of Accounting Research, 38:91–124, 2000.

LEVINE, R. *Financial Development and Economic Growth: views and agenda*. Journal of Economic Literature, vol XXXV, pp. 688-726, June 1997.

LEVINE, R.; ZERVOS, S. *Stock Markets, Banks and Economic Growth*. American Economic Review, vol. 88(3), pp. 537-58, 1998.

LODI, J. B. *Governança Corporativa – o governo da empresa e o conselho de administração*. Rio de Janeiro: Elsevier – 5º reimpressão, 2000.

MARRIS, R. *A Model of the Managerial Enterprise*. Quartely Journal of Economics, 77 (2): 185-209, 1963.

MAS-COLELL, A.; WHINSTON M.; GREEN, J. *Microeconomic Theory*. Oxford: Oxford University Press, 1996.

MILLER, M.H. *Debt and Taxes*. The Journal of Finance, 32(2):261-75, 1977.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. *The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment*. American Economic Review, v. 48, p. 201-297, 1958.

\_\_\_\_\_. *Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction*. American Economic Review, 53(3):433-443, 1963.

MONKS, R.; MINOW, N. *Corporate Governance*. Oxford: Blackwell, 1995.

MONTGOMERY, C. A.; KAUFMAN, R. *The Board's Missing Link*. Harvard Business Review, Boston, MA, v. 80, n° 3, Mar. 2003.

MYERS, S.C. *The Capital Structure Puzzle*. Journal of Finance, n. 39, July, 1984.

\_\_\_\_\_. *Capital Structure*. The Journal of Economic Perspectives, v. 15, n. 2, p. 81-102, 2001.

NÓBREGA, M. *et al.* *O Mercado de Capitais: sua importância para o desenvolvimento e os entraves com que se defronta no Brasil*. São Paulo: BOVESPA, maio de 2000.

OECD. *OECD Economic Surveys*. Paris, OECD. (disponível em <http://www.oecd.org>; acesso em 27.09.2006), 1998.

\_\_\_\_\_. *Principles of Corporate Governance*. Paris: OECD, 1999 e 2004.

OKIMURA, R.T. *Estrutura de Propriedade, Governança Corporativa, Valor e Desempenho das Empresas no Brasil*. São Paulo: FEA/USP, 2003.

PARRETTA, E. *Controllo Interno e Assicurazioni: l'attività dell'internal auditor nel sistema di governance delle imprese assicuratrici*. Ed. Franco Angeli, 1º Ed., 2007.

PELLINI, P.. *Documento de Divulgação do Segmento MAIS*. São Paulo: BOVESPA, Gerência de Desenvolvimento de Empresa, maio de 2005.

PRATES, C.; LEAL, R. *Algumas Considerações sobre os Determinantes da Estrutura de Capital nas Empresas Brasileiras*. RJ: Revista do BNDES, v. 12, n. 23, p. 201-218, jun., 2005.

PROCIANOY, J. L.; VERDI, R. S. *Adesão aos Novos Mercados da BOVESPA: Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2 – Determinantes e Conseqüências*. Revista Brasileira de Finanças, Vol. 7, No. 1, pp. 107–136, 2009.

RAJAN, R.; ZINGALES, L. *What do We Know About Capital Structure? Some evidence from international data*. Journal of Finance, v. 50, p. 1.421-1.460, 1995.

ROSS, S. *The Economic Theory of Agency: The principal's Problem*. American Economic Review, 63(2):134-139, 1973.

ROSS, S.; WESTERFIELD, R.; JAFFE, J. *Administração Financeira*. 2ª ed.; São Paulo: Atlas, 2007.

SANT'ANNA, A. A. *Decisões de Financiamento via Mercado de Capitais no Período 2004–2006*. RJ: REVISTA DO BNDES, V. 15, N. 30, P. 161-179, DEZ. 2008.

SANT'ANNA, A. A.; BORÇA Jr, G. R.; ARAUJO, P. Q. *Mercado de Crédito no Brasil: Evolução Recente e o Papel do BNDES (2004-2008)*. Rio de Janeiro: Revista do BNDES, V. 16, N. 31, P. 41-60, junho de 2009.

SANTOS, A. B.; PEROBELLI, F. C. *Reação do Mercado à Deliberação de Planos de Opção de Compra de Ações: Um Estudo de Eventos para as Empresas Negociadas na Bovespa*. Revista Brasileira de Finanças, Vol. 7, No. 2, pp. 163-195, 2009.

SANTOS, R.; SILVEIRA, A. *Board Interlocking no Brasil: A Participação de Conselheiros em Múltiplas Companhias e seu Efeito sobre o Valor das Empresas*. Revista Brasileira de Finanças, Vol. 5, No. 2, pp. 125–163, 2007.

SCHUMPETER, J. *A Teoria do Desenvolvimento Econômico* (1912). São Paulo: Ed. Abril, 1982.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. *A survey of corporate governance*. Journal of Finance, v.52, n. 2, p. 737-783, 1997.

SHLEIFER, A.; WOLFENZON, D. *Investor Protection and Equity Markets*. NBER Working Paper Series 7974, Cambridge, MA, 2000.

SILVA, E. N.; PORTO Jr., S. S. *Sistema Financeiro e Crescimento Econômico: uma aplicação de regressão quantílica*. Porto Alegre: UFRGS, 2004.

SILVEIRA, A. M.. *Governança Corporativa, Desempenhos e Valor da Empresa no Brasil*. Dissertação (Mestrado em Administração) – FEA da Universidade de São Paulo, 2002.

- SILVEIRA, A. M.; BARROS, L. A.; FAMÁ, R. *Estrutura de Governança e Valor da Empresa no Brasil – um estudo empírico*. In: VI Semead – FEA/USP, São Paulo, 2003.
- SILVEIRA, A. M.; LANZANA, A. P.; BARROS, L. A.; FAMA, R. *Efeito dos Acionistas Controladores no Valor das Companhias Abertas Brasileiras*. RAUSP - Revista de Administração. [S.l.], v. 39, n. 4, ano 2004, p. 362-372, out./nov./dez. 2004.
- SILVEIRA, A.; LEAL, R.; CARVALHAL Da SILVA, A.; BARROS, L. *Evolution and Determinants of Firm-level Corporate Governance Quality in Brazil*. Working paper USP, 2007.
- SMITH, A. *A Riqueza das Nações*. Martins Fontes, 1a ed., 2003.
- SOUZA, T. G. *Governança Corporativa e o Conflito de Interesses nas Sociedades Anônimas*. São Paulo: Atlas, 2005.
- TERRA, P.R.S. *Comentário à Obra Modigliani e Miller (1958)*. São Leopoldo: BASE – Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos 5(2):154-155, maio/agosto 2008.
- TIROLE, J. *Liquidity Shortages: theoretical underpinnings*. Financial Stability Review – Special issue on liquidity. Paris: Banque de France, n. 11, p. 53-63, 2008.
- VERRECCHIA, R. E. *Essays on Disclosure*. Journal of Accounting & Economics, 32:91–180, 2001.
- VIEIRA, S. P.; MENDES, A.G.S.T. *Governança Corporativa: Uma Análise de sua Evolução e Impactos no Mercado de Capitais Brasileiro*. Rio de Janeiro: Revista do BNDES, V. 11, N. 22, P. 103-122, dezembro de 2004.
- WELCH, I. *Capital Structure and Stock Returns*. Journal of Political Economy, v. 112, n. 1, p. 106-131, 2004.
- WILLIAMSON, O. *Managerial Discretion and Business Behavior*. American Economic Review, 53:1032-1055, 1964.
- ZYLBERSTAJN, D. *Estruturas de Governança e Coordenação do Agribusiness: Uma aplicação da Nova Economia das Instituições*. Tese de Livre Docência, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, USP, São Paulo, 2005.
- ZONENSCHAIN, C. *Estrutura de Capital das Empresas no Brasil*. RJ: Revista do BNDES, v. 5, n. 10, p. 63-92, dez. 1998.

## APÊNDICE – BANCO DE DADOS

			Perfil		Gestão		
	MG	RS	Tempo de Existência (anos)	Faturamento ou Receita Líquida - em R\$ milhões	S/A	Auditoria Independente	Planejamento Estratégico
ALESAT COMBUSTÍVEIS S/A	1	0	75	510	1	1	1
ALIANÇA ATACADISTA LTDA	1	0	12	180	0	0	0
ANDRADE GUTIERREZ CONCESSÕES	1	0	15	1.095	1	1	1
AVG SIDERURGIA LTDA	1	0	15	135	0	0	1
BCR Com. Ind. S.A.	1	0	48	216	1	0	0
CARBEL S.A. / GRUPO BONSUCESSO	1	0	38	460	1	0	1
CESA LOGÍSTICA S/A	1	0	40	156	1	1	1
CESAMA	1	0	120	60	1	1	1
CIA. AGRICOLA PONTENOVENSE - JATIBOCA	1	0	87	62	1	1	1
CIMCOP S.A. ENGENHARIA CONSTRUÇÕES	1	0	50	45	1	1	1
CODEME ENGENHARIA LTDA	1	0	27	140	1	1	1
COMPANHIA SIDERURGICA PITANGUI	1	0	52	170	1	0	1
CONSTRUTORA CAPARAÓ S.A.	1	0	50	49	1	1	0
COTOCHÉS	1	0	60	150	0	1	1
DELP ENGENHARIA MECANICA LTDA	1	0	42	46	0	0	1
DESTILARIA ALVORADA DO BEBEDOURO	1	0	24	107	0	1	1
E. BRASILEIRA DE ENG. E COM. S.A. - EBEC	1	0	44	55	1	1	0
ECM S.A. - PROJETOS INDUSTRIAIS	1	0	23	82	1	0	1
EGESA - ENGENHARIA S.A.	1	0	45	346	1	1	0
ELETROZEMA LTDA	1	0	31	340	0	0	1
EMBARÉ	1	0	72	346	1	1	1
EPC ENGENHARIA PROJETO CONSULTORIA LTDA.	1	0	35	105	0	1	1
EXPRESSO NEPOMUCENO S/A	1	0	48	139	1	0	0
FIDENS	1	0	57	427	1	1	1
FRANCO MATOS TINTEXTIL S.A.	1	0	27	70	1	1	1
FRIGORIFICO MATABOI S/A	1	0	58	411	1	0	1
HOSPITAL MATER DEI	1	0	27	100	1	1	1
ICASA - INDUSTRIA CERAMICA ANDRADENSE S/A	1	0	34	88	1	0	0
INCOPRE - ENGENHARIA E COMÉRCIO	1	0	25	30	1	0	1
INTERCAST S.A.	1	0	10	45	1	1	1
ITATIAIA MOVEIS S/A	1	0	43	226	1	1	1
LABTEST DIAGNÓSTICA S.A.	1	0	36	33	1	1	1
LÍDER TÁXI AÉREO S.A	1	0	49	450	1	1	1
LIFECENTER SISTEMA DE SAUDE AS	1	0	5	50	1	1	1
MADSON ELETRO METALURGICA LTDA	1	0	30	92	0	0	1
MASCARENHAS BARBOSA ROSCOE	1	0	73	67	1	1	1
MILPLAN - ENG., CONST. E MONTAGENS LTDA.	1	0	25	137	0	1	1
MINASLIGAS - CIA FERRO LIGAS MG	1	0	27	163	1	1	0
MINERACAO CURIMBABA LTDA	1	0	46	165	0	0	1
MOINHO SUL MINEIRO S/A	1	0	54	70	1	1	0
MOINHOS VERA CRUZ S.A	1	0	54	80	1	1	1
NANSEN S/A - INSTRUMENTOS DE PRECISAO	1	0	77	100	1	1	1
ORGANIZAÇÕES FRANÇAP S.A.	1	0	42	100	1	1	0
ORGUEL ADMINISTRAÇÃO E PARTICIPAÇÕES LTDA	1	0	44	124	0	0	1
ORTENG EQUIPAMENTOS E SISTEMAS LTDA	1	0	30	220	0	1	1



ORTHOCRIN	1	0	43	47	0	1	1
PARANASA ENGENHARIA COMÉRCIO S.A.	1	0	33	70	1	1	0
PASTIFICIO SANTA AMALIA LTDA	1	0	45	360	1	1	1
PLANTAR S/A	1	0	40	367	1	1	1
PRECON INDUSTRIAL S.A	1	0	44	113	1	1	0
PREMO CONSTRUÇÕES E EMPREENDIMENTOS	1	0	48	34	1	1	1
PROBANK S.A.	1	0	15	193	1	1	1
PRODUTOS ERLAN LTDA	1	0	51	44	1	0	0
S.A. ESTADO DE MINAS	1	0	79	220	1	1	1
SANTA BÁRBARA ENGENHARIA	1	0	40	175	1	1	1
SIDERPA SIDERURGICA PAULINO LTDA	1	0	23	90	0	0	1
SIDERÚRGICA VALINHO S.A.	1	0	41	68	1	1	1
SOLDERING COMERCIO E INDUSTRIA LTDA	1	0	38	90	0	1	1
SUPERMIX CONCRETO S.A.	1	0	31	420	1	0	0
TEAR TEXTIL IND. COM. LTDA	1	0	60	100	0	0	0
TECNOMETAL	1	0	17	63	0	0	0
TOTAL ALIMENTOS S.A.	1	0	33	270	1	1	1
U&M - MINERAÇÃO E CONSTRUÇÃO S.A.	1	0	15	216	1	1	1
VACCINAR INDÚSTRIA E COMÉRCIO LTDA	1	0	27	70	0	1	1
VALLEE S/A	1	0	46	170	1	1	1
VILMA ALIMENTOS	1	0	82	318	1	1	0
WAY TV BELO HORIZONTE S.A.	1	0	6	64	1	1	0
ZEMA CIA DE PETROLEO	1	0	30	600	0	1	1
POLICARD SYSTEMS	1	0	12	385	1	1	1
MARTINS S/A	1	0	54	2.830	1	1	1
<b>ADUBOS COXILHA</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>22</b>	<b>157</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>
AGRITECH LAVRALE	0	1	40	150	1	1	1
AGROFEL	0	1	36	217	0	1	1
AGROGEN	0	1	19	110	1	0	1
ALISUL	0	1	30	150	1	0	0
ALTUS S.A	0	1	27	33	1	1	1
ARAUPEL S.A.	0	1	37	60	1	1	1
ARTECOLA INDÚSTRIAS QUÍMICAS	0	1	61	124	1	1	1
ASUN SUPERMERCADOS	0	1	46	95	0	0	1
AUTO LOCADORA CANOENSE	0	1	32	18	0	0	0
BEBIDAS FRUKI	0	1	85	63	1	0	1
BERTOL S.A.	0	1	46	92	1	1	0
BERTOLINI S.A.	0	1	40	166	1	0	1
BIGFER	0	1	19	228	0	0	1
BINS	0	1	56	47	0	0	1
BORRACHAS VIPAL S.A.	0	1	36	715	1	1	1
BRASDIESEL S.A.	0	1	52	136	1	1	0
BS BIOS	0	1	4	45	1	1	1
CALÇADOS BOTTERO	0	1	14	133	0	0	1
CAMAQUÃ ALIMENTOS	0	1	13	115	0	1	0
COMIL ÔNIBUS	0	1	24	251	1	1	1
CP ELETRÔNICA S.A.	0	1	27	19	1	1	1
ELETRÔNICA SELENIUM S.A.	0	1	51	72	1	1	1
FAMASIL TAURUS FERRAMENTAS	0	1	56	55	1	1	1
FERRAMENTAS GERAIS	0	1	52	560	1	1	1
FLECKSTEEL	0	1	9	87	1	0	1
FOCKINK	0	1	63	67	0	0	0
FREIOS CONTROIL	0	1	52	68	0	1	1
FRIGORÍFICO MERCOSUL S.A.	0	1	11	684	1	1	0

FUGA COUROS	0	1	62	308	1	1	1
GUAIBACAR	0	1	45	200	0	0	1
INTECNIAL	0	1	41	239	1	1	1
INTERCITY HOTÉIS	0	1	10	43	0	1	1
INTRAL S.A.	0	1	59	118	1	1	1
KEKE	0	1	23	41	1	1	1
KILLING S.A.	0	1	47	160	1	1	1
LATICÍNIOS BOM GOSTO S.A.	0	1	16	496	1	1	0
LT DISTRIBUIDORA ATACADISTA	0	1	16	160	0	0	1
MADDEM S.A.	0	1	60	122	1	0	1
MÁQUINAS SAZI	0	1	25	35	0	0	1
MEDABIL SISTEMAS CONSTRUTIVOS	0	1	42	292	1	1	1
MEGAPETRO PETRÓLEO BRASIL S.A.	0	1	9	132	1	0	1
MEMPHIS EXTRALIFE	0	1	60	97	1	1	1
MERCUR S.A.	0	1	85	85	1	1	1
META Ltda	0	1	19	52	0	1	1
METALÚRGICA FALLGATTER	0	1	57	140	0	0	0
METALÚRGICA HASSMANN	0	1	54	69	1	0	0
METALÚRGICA MOR	0	1	38	122	1	1	1
METASA	0	1	34	111	1	1	1
MILU PARTICIPAÇÕES SOCIETÁRIAS	0	1	57	280	0	0	0
MÓVEIS KAPPESBERG	0	1	19	106	0	0	1
MULTILAB	0	1	21	81	0	1	1
NEOBUS	0	1	18	216	0	1	1
PARKS S.A.	0	1	43	36	1	1	1
PECCIN S.A.	0	1	53	80	1	1	1
PIETROBON	0	1	41	30	0	0	1
PLANALTO TRANSPORTES	0	1	61	106	0	1	1
PREVIDÊNCIA DO SUL	0	1	103	99	1	1	1
PRIME TIMBER	0	1	4	60	1	0	0
PROCERGS	0	1	37	139	1	0	1
PURAS DO BRASIL	0	1	30	606	1	1	1
SAMPAIO FERRO E AÇO	0	1	30	115	0	0	0
SAVAR S.A.	0	1	41	472	1	1	0
SIERRA MÓVEIS	0	1	19	40	0	0	0
SULBRA MOLDES PLÁSTICOS	0	1	25	75	0	0	1
TECNO MOAGEIRA S.A.	0	1	43	115	1	1	1
TEIKON TECNOLOGIA INDUSTRIAL	0	1	13	83	1	1	1
TODESCHINI	0	1	70	222	1	1	1
TONDO S.A.	0	1	56	153	1	1	1
TONILO, BUSNELLO SA	0	1	64	140	1	1	1
UNIDASUL	0	1	3	660	1	1	1
URANO	0	1	26	15	0	0	1
VIGILÂNCIA PEDROZO	0	1	37	123	0	0	0
VINÍCOLA SALTON	0	1	99	142	1	0	0
WEST COAST	0	1	22	62	0	0	1

Governança Corporativa					Aspectos financeiros	Propensão a abrir o capital		
Conselho de Administração	Conselho Familiar	Comites	Plano de Sucessão	Divulgação dos atos de gestão	Grau de Compartilhamento do Poder de Decis'ao	Projeto de Investimento	Pensou em Abrir o Capital?	Disposição à Abertura de Capital
1	1	1	1	1	1	1	1	1
0	0	0	0	0	0	1	1	1
1	1	1	1	1	1	1	1	1
1	0	0	0	1	1	1	1	1
1	0	0	0	0	0	1	0	0
1	0	0	1	0	1	1	1	1
1		0		0	0	1	0	0
0	1	0	0	0	1	1	1	0
1			0	0	0	0		0
1	0	0	1	0	1	1	1	1
0	0	0	1	0	1	1	1	1
0	0	0	0	0	1	1	1	1
1	0	0	1	1	1	1	0	1
0	1	0	0		0	1	0	1
0	0	0	0	0	0	1	1	0
0	0	0	1	0	1	0	0	
1	0	0	1	1	1	1	1	1
0	0	0	1	0	1	0	0	0
1	0	1		0	1	1	1	1
1	0	0	0	1	1	1	1	1
0	0	0	0	1	1	1	1	1
0	1	0	0	0	0	1	0	0
0	0	0	1	1	1	1	1	1
0	0	0	0	1	1	1	1	0
0	0	0	0	0	1	1	1	1
0	0	0	0	0	0	1	0	0
0	1	0	0		1	1	0	
1	0	0	1	1	0	1	1	0
0	0	0	1	0	0	1	1	1
1	0	1	0	1	1	1	1	1
1	0	0	1	1	1	1	1	1
1	0	0	0	0	0	1	0	1
0	1	0	0	0	1	1	1	1
1	0	0	0	0	1	1	1	1
0	1	0	0	0	0	1	1	0
1	1	0	1	1	1	1	1	1
0	0	0	0	1	1	1	1	1
0	1	0	0	0	0	1	0	0
1	0	0	1	1	1	1	0	0

0	0	0	1	0	1	1	1	1
0	0	0	0	0	0	1	1	0
1	0	0	1	1	1	1	1	0
0	1	0	0	0	1	1	1	1
0	0	0	1	1	1	1	1	1
1	0	0	0	0	0	1	0	0
0	0	1	0	0	1	1	1	1
1	0	1	0	0	1	1	1	0
0	0	0	1	0	0	1	1	1
0	0	0	0	0	1	1	1	1
1	0	0	1	0	1	1	1	1
1	0	0	0	1	1	0	0	0
0	0	0	0	0	0	1	0	0
0	1	0	0	0	1	1	1	1
1	0	0	1	1	1	1	1	1
0	0	0	0	1	1	1	0	0
1	1	0	1	1	1	1	1	1
0	0	0	1	1	0	1	1	1
1	0	0	0	1	1	1	1	1
1	0	1	1	0	1	1	1	1
1	0	1	1	0	1	1	1	1
0	1	0	1	1	1	1	0	0
0	0	0	1	0	1	1	1	1
1	0	0	0	1	0	1	0	0
1	1	1	0	0	1	1	1	1
1	0	0	0	0	0	0	1	1
0	0	0	0	1	1	1	0	1
1	0	0	0	1	1	1	1	1
1	1	0	0	1	1	1	1	1
1	0	1	1	1	1	1	1	1
0	0	0	0	0	0	1	0	0
0	1	0	0	0	0	1	1	0
0	0	0	0	0	1	0	1	0
1	0	0	0	0	0	1	1	1
1	0	0	1	0	0	1	1	0
0	0	0	0	0	0	1	1	0
1	0	0	0	0	1	1	1	1
0	0	0	0	0	1	0	1	1
1	0	0	0	0	1	0	1	1
0	0	0	1	1	1	1	0	1
1	0	1	0	1	1	1	1	1
0	1	0	1	1	0	1	1	1
0	0	0	1	0	0	0	0	1
1	0	0	1	0	1	1	1	1
1	0	0	0	1	1	1	1	1
0	0	0	1	1	0	1	1	0

1	0	0	1	0	0	0	0	0
1	0	1	0	1	1	1	1	1
1	0	1	0	0	1	1	1	0
1	0	0	0	1	1	1	1	1
1	0	0	0	1	1	1	1	1
1	1	1	1	1	1	1	1	0
1	0	0	0	1	1	1	1	1
0	0	0	0	0	0	1	1	0
0	0	0	0	1	1	1	1	1
0	0	0	0	0	0	1	0	0
1	1	1	1	1	1	1	1	1
0	0	1	0	1	1	1	1	0
1	1	0	1	1	0	1	1	1
0	1	0	0	1	0	1	1	0
1	0	0	1	0	1	0	1	1
0	0	0	0	0	1	1	1	1
1	1	0	0	1	0	1	1	1
0	0	0	0	0	0	1	0	1
1	0	1	1	1	1	1	1	1
0	0	0	0	0	1	1	1	1
0	0	0	0	0	0	1	1	1
0	0	0	0	0	1	1	1	1
0	0	0	0	0	0	1	1	1
0	0	0	0	0	0	1	1	1
0	0	0	0	0	0	1	1	1
0	0	0	0	0	0	1	1	1
0	1	0	1	1	1	1	1	1
1	0	1	0	1	1	1	1	1
0	1	0	1	1	1	0	1	1
1	1	1	1	1	1	1	1	1
1	0	0	0	1	1	1	0	0
1	1	0	0	1	1	1	1	1
0	0	1	0	0	1	0	1	1
0	1	0	0	0	0	0	1	0
1	0	0	1	1	1	1	1	0
0	0	0	1	0	1	1	1	1

UNIVERSIDADE DO VALE DO RIO DOS SINOS  
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA  
NÍVEL MESTRADO

**AUTORIZAÇÃO**

Eu, Edmundo Mazzoleni Facchini, CPF 002559490-73 autorizo o Programa de Mestrado em Economia da UNISINOS, a disponibilizar a Dissertação de minha autoria sob o título **GESTÃO, GOVERNANÇA E MERCADO DE CAPITAIS: Perspectivas das empresas mineiras e gaúchas**, orientada pelo Prof. Dr. Igor Alexandre Clemente de Moraes, para:

Consulta     Sim       Não

Empréstimo  Sim       Não

Reprodução:

Parcial  Sim     Não

Total  Sim     Não

Divulgar e disponibilizar na Internet gratuitamente, sem ressarcimento dos direitos autorais, o texto integral da minha Dissertação citada acima, no *site* do Programa, para fins de leitura e/ou impressão pela Internet

Parcial  Sim     Não

Total  Sim     Não

São Leopoldo, 26/01/2010

---

Assinatura do Autor

Visto do Orientador