

1

Aspectos Básicos da Governança Corporativa

O crescimento e o desenvolvimento dos setores agropecuário, industrial, comercial e de serviços, principalmente a partir da segunda metade do século XX, trouxeram inúmeras mudanças para o ambiente empresarial, destacando-se o aperfeiçoamento e a reconfiguração dos modelos de gestão, fundamentados em mecanismos cada vez mais eficientes, nos quais os objetivos definidos pela corporação são perseguidos, permanentemente e com responsabilidade social, em prol da continuidade e da prosperidade do negócio.

Nesse patamar, encontra-se a governança corporativa, um sistema de decisões e práticas de gestão voltadas para a determinação e controle do desempenho e da direção estratégica das corporações. Por isso, a busca da redução de riscos internos e externos inerentes ao negócio, o gerenciamento de interesses, a redução da volatilidade dos resultados e a conquista da credibilidade dos investidores e da sociedade em geral são aspectos próprios da governança corporativa para ampliação das bases estratégicas da criação de valor.

Em um contexto abrangente, governança corporativa pode ser entendida como um sistema de relações que se estabelece numa sociedade entre administradores, acionistas, membros do conselho de administração, auditores e outros *stakeholders*,¹ através do qual se procura melhorar a gestão da sociedade e aumentar o valor da empresa.

A globalização dos mercados financeiros e de capitais e a dominação desses mercados pelos grandes investidores institucionais (fundos, fundações, entidades de previdência privada etc.), que hoje condicionam os seus aportes de capitais à

¹ *Stakeholders* é a denominação dada ao conjunto de todas as partes envolvidas em uma empresa. São elas, além dos acionistas, empregados, clientes, fornecedores, credores, governos, entre outros.

observância das práticas de governança corporativa, são consideradas como as principais razões para a disseminação e consagração dessas práticas.

Segundo Souza (2005), foi com o objetivo de aprimorar as relações entre as companhias e o mercado investidor que surgiu, na economia anglo-saxônica, um movimento que posteriormente foi denominado *corporate governance*, sendo traduzido para o português como *governança corporativa*.

As principais ações preconizadas pela maioria dos mercados que adotaram os princípios de governança corporativa são:

- reduzir a assimetria informacional;²
- tratar de modo equitativo todos os investidores;
- reduzir os custos e o conflito de agência;³
- incentivar a análise das informações da companhia por empresas de auditoria externa;
- aumentar os poderes do conselho de administração sobre os altos executivos da sociedade;
- nomear conselheiros não vinculados aos altos executivos.

Ao se analisar o cenário mundial, nota-se que a adoção das práticas de governança corporativa não se dá de forma igual em todos os mercados e países, sofrendo adequações, em função de leis, organização institucional e funcionamento do mercado, poder regulatório/fiscalizador das Bolsas etc.

1.1 Conceitos e definições

Em virtude de sua extensão e diversidade de seus impactos causados nas sociedades, há uma variedade, também, nas tentativas de definição do significado e do alcance de governança corporativa. Nesse contexto, é que, sob diferentes perspectivas, há diferentes conceitos e definições de governança corporativa.

Por isso, objetivando uma reflexão a respeito do tema governança corporativa nas sociedades, apresentamos alguns conceitos e definições sobre o assunto:

- para o Cadbury Committee (1992), “a governança é o sistema e a estrutura de poder que regem os mecanismos através dos quais as companhias são dirigidas e controladas”;
- na visão de Monks e Minow (1995), “a governança corporativa trata do conjunto de leis e regulamentos que visam: (a) assegurar os direitos

² A assimetria informacional é abordada no Capítulo 2.

³ O conflito de agência é abordado no Capítulo 2.

dos acionistas das empresas, controladores ou minoritários; (b) disponibilizar informações que permitam aos acionistas acompanhar decisões empresariais impactantes, avaliando o quanto elas interferem em seus direitos; (c) possibilitar aos diferentes públicos alcançados pelos atos das empresas no emprego de instrumentos que assegurem a observância de seus direitos; (d) promover a interação dos acionistas, dos conselhos de administração e da direção executiva das empresas”;

- * Shleifer e Vishny (1997) definem a governança corporativa como o conjunto de mecanismos pelos quais os fornecedores de recursos garantem que obterão para si o retorno sobre o seu investimento;
- * de acordo com Hitt, Ireland e Hoskisson (1999), “governança corporativa é uma relação entre os *stakeholders*, a qual é usada para determinar e controlar o desempenho e a direção estratégica das organizações”;
- na concepção de Carvalho (2002), governança corporativa pode ser descrita como os mecanismos ou princípios que governam o processo decisório dentro de uma empresa, visando minimizar os problemas de agência;
- segundo a OECD, Organisation for Economic Co-Operation and Development⁴ (2004), a governança corporativa pode ser definida como “um conjunto de relacionamentos entre a gerência da companhia, seus conselhos, acionistas, e outros *stakeholders*. Governança corporativa também fornece a estrutura pela qual os objetivos da companhia são estabelecidos, e os meios para atingi-los e o monitoramento da *performance* são determinados. A boa governança deveria fornecer incentivos específicos para os conselhos e para os gestores na busca dos objetivos que representam os interesses da companhia e dos acionistas, bem como deveria facilitar o efetivo monitoramento dos negócios”;
- Santos (2004) sintetiza a definição de governança corporativa como sendo a capacidade de controlar o comportamento dos agentes de uma organização, fazendo com que os recursos dessa organização sejam mobilizados e aplicados de forma eficaz e eficiente e sob níveis de risco adequados para o cumprimento da missão e dos objetivos requeridos pelos acionistas e outros participantes relevantes;
- segundo Andrade e Rossetti (2004), “pode-se definir a governança como um conjunto de valores, princípios, propósitos e regras que rege o sistema de poder e os mecanismos de gestão das corporações, buscando a maximização da riqueza dos acionistas e o atendimento dos direitos de outras partes interessadas, minimizando oportunismos conflitantes com este fim”;

⁴ Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico.

- para o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC (2007), “governança corporativa é o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre Acionistas/Cotistas, Conselho de Administração, Diretoria, Auditoria Independente e Conselho Fiscal”. Por conseguinte, o IBGC ressalta que as boas práticas de governança corporativa têm a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para a sua perenidade.

A partir dessas citações introdutórias, podemos definir governança corporativa como o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, em que, através de mecanismos específicos, gestores e proprietários procuram assegurar o bom desempenho da empresa para aumento de sua riqueza.

Envolvendo, desse modo, práticas e relacionamentos entre os Acionistas/Cotistas, o Conselho de Administração, a Diretoria, a Auditoria Externa e até mesmo um Conselho Fiscal, a boa governança corporativa permite uma administração ainda melhor e a monitoração da direção executiva da empresa. Não obstante isso, espera-se que a empresa que opta pelas boas práticas de governança corporativa adote como linhas-mestras: transparência, prestação de contas e equidade (IBGC, 2007).

Conseqüentemente, a estrutura da governança especifica a atribuição dos direitos e responsabilidades entre os diferentes participantes da empresa e detalha as regras e procedimentos para a tomada de decisões no que se refere aos assuntos corporativos. Portanto, segundo Yamamoto e Prado (2003), a governança corporativa é o campo da economia que investiga como empresas podem se tornar mais eficientes por usar a estrutura institucional, ou seja, contratos, estrutura organizacional e leis.

Com base nessas definições e de acordo com Cerda (2000), podemos dizer que um sistema de governança corporativa possui dois objetivos essenciais:

1. prover uma estrutura eficiente de incentivos para a administração, visando à maximização de valor da empresa;
2. estabelecer responsabilidades e outros tipos de salvaguardas para evitar que os acionistas majoritários, membros da diretoria e gestores (*insiders*) promovam qualquer tipo de expropriação de valor em detrimento dos acionistas minoritários e credores (*outsiders*).

Dessa forma, o primeiro objetivo busca a prosperidade do negócio, enquanto o segundo diz respeito à distribuição justa dos lucros da empresa entre acionistas, gestores, credores e demais partes interessadas.

No ponto de vista de Saddi (2003), a governança corporativa deve policiar (zelar contra) o comportamento inadequado das atividades empresariais, proporcionando a geração de valor agregado, de forma a aumentar o patrimônio empresarial.

Portanto, a governança corporativa está relacionada às melhores formas de se reduzirem os problemas de agência numa corporação, buscando sempre alinhar os interesses dos agentes aos interesses dos acionistas, de modo a minimizar os custos derivados desse problema. Todavia, a abordagem da governança corporativa é bem mais ampla, pois também existe a abordagem dos *stakeholders* e de outros provedores de fundos da firma que vai além da relação principal-agente.

Segundo o IBGC (2007), a McKinsey & Company, em parceria com o Banco Mundial, conduziu uma pesquisa, em junho de 2000, junto a investidores institucionais, representando um total de carteira superior a US\$ 1,650 bilhão, destinada a detectar e medir eventuais acréscimos de valor às companhias que adotassem boas práticas de governança corporativa. Apurou-se que os investidores pagariam entre 18% e 28% a mais por ações de empresas que adotam melhores práticas de administração e transparência; no caso do Brasil, esse percentual ficou por volta de 23%.

Os seguintes comentários confirmam os resultados dessa pesquisa:

Elevações inéditas nas faixas de preço, demandas inúmeras vezes superiores à oferta e valorizações acima de 100% nas cotações em pouco mais de seis meses. Essas e outras notícias marcaram a trajetória de boa parte das companhias que abriram o capital listadas no Novo Mercado ou no Nível 2. Mais do que refletir a celebrada recuperação do mercado de capitais, elas provaram que os investidores realmente se dispunham a pagar um prêmio pela adoção das melhores práticas de Governança Corporativa (GUIMARÃES, 2006).

Algumas outras conclusões dessa pesquisa referida pelo IBGC foram:

- os direitos dos acionistas foram classificados como a questão mais importante de governança corporativa da América Latina;
- três quartos dos investidores dizem que as práticas do conselho de administração são pelo menos tão importantes quanto o desempenho financeiro quando estão avaliando companhias para investimentos;
- na América Latina e na Ásia, onde os relatórios financeiros são limitados e freqüentemente de má qualidade, os investidores preferem não confiar apenas em números. Eles acreditam que seus investimentos estarão mais bem protegidos por companhias com boa governança que respeitem direitos dos acionistas;
- a qualidade da administração da companhia não raro é mais importante do que questões financeiras nas decisões sobre investimentos.

Dessa forma, os investidores estarão dispostos a pagar mais pelas ações de empresas que demonstrem respeito aos direitos dos acionistas não controladores e adotem boas práticas de governança corporativa, as quais são fundamentais em maior transparência e integridade dos procedimentos de gestão.

1.2 Princípios

A governança corporativa apóia-se em um conjunto de princípios, regras e procedimentos que os acionistas estabelecem para melhorar a gestão da empresa. O alvo é incrementar o seu valor de mercado. Empresas com elevados padrões técnicos e éticos de governança corporativa tendem a valer mais do que aquelas que não se preocupam com esse aspecto fundamental para sua gestão (RODRIGUES; MENDES, 2004).

Por isso, um mercado acionário precisa de empresas que se valorizem, que sejam abertas, transparentes e cidadãs, e nas quais a administração se preocupe, permanentemente, com o aumento de produtividade, diminuição dos riscos do investidor e elevação da transparência.

Para Steinberg (2003):

É um engano imaginar que praticar boa governança implica quase somente acatar regulamentos. Governança tem tudo a ver também com qualidade da atitude e escala de valores no mais puro sentido humano. Daí alguns considerarem que a boa governança depende de alinhar o pensamento entre acionistas, controladores e *stakeholders*.

Verificamos, assim, que a governança corporativa, ao buscar atingir seus objetivos, tendo como princípios basilares, conforme especialistas e difusores do conceito: a transparência (*disclosure*); o senso de justiça (*fairness*); a prestação de contas (*accountability*); o cumprimento das leis (*compliance*) e a ética (*ethics*) (ver Figura 1.1), trará ao investidor maior segurança e garantia de retornos maiores sobre seus investimentos e menor percepção de risco, visto que a incerteza atrelada ao investimento afigura-se menor.

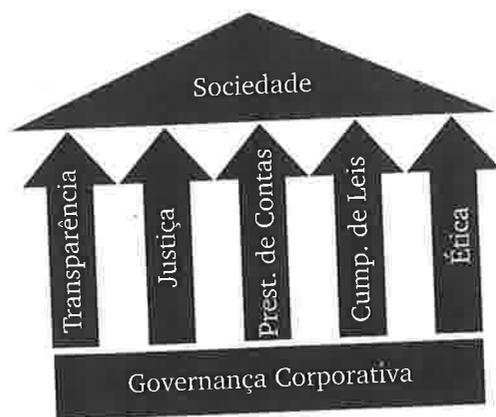


Figura 1.1 Princípios basilares da boa governança corporativa.

Tais princípios já vinham sendo enfatizados pelo ativismo pioneiro de Robert Monks na década de 1990, que mudou o curso da governança corporativa nos Estados Unidos, focando sua atenção nos direitos dos acionistas e mobilizando-os para o exercício de um papel ativo nas corporações. Centrou suas ações em dois valores fundamentais da boa governança: senso de justiça e cumprimento das leis.

Em 1992, foi divulgado o Relatório Cadbury⁵ que centrou em dois outros valores da boa governança – prestação de contas e transparência – com foco em aspectos financeiros e nos papéis dos acionistas, dos conselhos, dos auditores e dos executivos.

Por sua vez, a OECD (2004) divulgou os seguintes Princípios Fundamentais sobre Governança Corporativa, os quais são considerados como a base para uma governança corporativa eficaz:

- assegurar a base para um sistema eficaz de governança corporativa: o sistema de governança corporativa deve promover mercados transparentes e eficazes e ser coerente com o Estado de Direito, além de articular com clareza a divisão de responsabilidades entre as diferentes autoridades supervisoras, reguladoras e executoras da lei;
- direitos dos acionistas e principais funções da propriedade: o sistema de governança corporativa deve proteger e facilitar o exercício dos direitos dos acionistas;
- tratamento equitativo dos acionistas: o sistema de governança corporativa deve garantir o tratamento equitativo de todos os acionistas, inclusive os não controladores e estrangeiros. Todos os acionistas devem ter oportunidade de obter reparação efetiva por violação de seus direitos;
- papel dos *stakeholders* na governança corporativa: o sistema de governança corporativa deve reconhecer os direitos de outras partes interessadas, previstos por lei ou por acordos mútuos, e estimular a cooperação ativa entre corporações e *stakeholders* para criar riqueza, empregos e sustentabilidade de empresas financeiramente sólidas;
- transparência: o sistema de governança corporativa deve garantir divulgação precisa e oportuna de todas as questões relevantes relacionadas com a corporação, inclusive situação financeira, desempenho, composição societária e governança da empresa;
- responsabilidades do conselho de administração: o sistema de governança corporativa deve garantir a gestão estratégica da empresa, o

⁵ O Relatório Cadbury foi editado na Inglaterra, no ano de 1992, por uma comissão (Comitê Cadbury) liderada por Sir Adrian Cadbury e composta por representantes do Banco da Inglaterra, Bolsa de Valores de Londres, Conselho de Contadores Certificados e Conselho de Relatórios Financeiros. O conteúdo desse relatório abordava um conjunto de novas propostas sobre a forma de governo das corporações britânicas, o qual foi um marco importante sobre a Governança Corporativa.

monitoramento eficiente da administração pelo conselho e a prestação de contas pelo conselho à empresa e aos acionistas.

É importante destacar que os países-membros da OECD – Alemanha, Austrália, Áustria, Bélgica, Canadá, Coreia, Dinamarca, Espanha, Estados Unidos, Finlândia, França, Grécia, Holanda, Hungria, Irlanda, Islândia, Itália, Japão, Luxemburgo, México, Noruega, Nova Zelândia, Polônia, Portugal, Reino Unido, República Checa, República Eslovaca, Suécia, Suíça, Turquia (30 países-membros) – consideram esses princípios como uma base geral e essencial para o desenvolvimento de boas práticas de governança corporativa.

Ao justificar o seu envolvimento com a proposição de princípios de boa governança, a OECD evidenciou que a adoção pelas empresas de práticas de gestão confiáveis atrai investidores para o mercado de capitais, reduz custos de captação de recursos e alavanca o desenvolvimento da economia, sendo o marco mais recente e de maior alcance para a difusão dos princípios da boa governança (ANDRADE; ROSSETTI, 2004).

No Brasil, o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC (2004), inspirado nos principais códigos internacionais de governança, está fundamentado nos seguintes princípios básicos:

- transparência;
- equidade;
- prestação de contas;
- responsabilidade corporativa.

Referindo-se ao Princípio da Transparência, o IBGC explica que, mais do que “a obrigação de informar”, a administração deve cultivar o “desejo de informar”, sabendo que da boa comunicação interna e externa, particularmente quando espontânea, franca e rápida, resulta um clima de confiança, tanto internamente, quanto nas relações da empresa com terceiros. A comunicação não deve restringir-se ao desempenho econômico-financeiro, mas deve contemplar, também, os demais fatores (inclusive intangíveis) que norteiam a ação empresarial e que conduzem à criação de valor.⁶

Conforme ressalta Saddi (2003):

Transparência é respeito ao investidor, é cultura de investimento. Se [...] a informação é um bem valioso – e escasso por definição –, é necessário criar mecanismos de incentivo para que se revelem mais informações aos

investidores – a prática do *disclosure* – e para que se crie um ambiente de investimentos em que, sobre as ações dos executivos, paira o crédito. Aliás, é disso que mais se precisa.

Portanto, o aumento da transparência da empresa tende a elevar seu valor de mercado, já que a falta de informação aumenta o risco, fazendo com que os investidores apliquem deságio sobre o que deveria ser o preço justo da empresa. Ocorre, igualmente, menor dispersão das expectativas, viabilizando uma valorização mais apropriada da empresa.

Nessa mesma linha de raciocínio, a transparência concorre para o aumento da liquidez dos valores mobiliários emitidos pela empresa que, tendo melhores informações, mais analistas a acompanharão, estimulando decisões de compra e venda. Enfim, conforme salienta Dubeux (2001), “a informação constitui direito básico do acionista e condição essencial de funcionamento eficiente do mercado de capitais”.

Mas tudo isso conduz a um dilema: “Por um lado, os investidores exigem transparência para analisar a estratégia e os números da companhia. Por outro, a empresa teme que essa transparência signifique entregar informações valiosas aos concorrentes” (LETHBRIDGE, 2006).

O Princípio da Equidade caracteriza-se pelo tratamento justo e igualitário de todos os grupos minoritários, sejam do capital ou dos *stakeholders*, como colaboradores, clientes, fornecedores ou credores. Atitudes ou políticas discriminatórias, sob qualquer pretexto, são totalmente inaceitáveis.

A essência do Princípio da Prestação de Contas fundamenta-se na prestação de contas que os agentes da governança corporativa devem realizar sobre a sua atuação a quem os elegeu, respondendo, integralmente, por todos os atos que praticarem no exercício de seus mandatos.

Por último, a base do Princípio da Responsabilidade Corporativa é que os conselheiros e executivos devem zelar pela perenidade das organizações (visão de longo prazo, sustentabilidade) e, portanto, devem incorporar considerações de ordem social e ambiental na definição dos negócios e operações.

A responsabilidade corporativa é uma visão mais ampla da estratégia empresarial, contemplando todos os relacionamentos com a comunidade em que a sociedade atue. A “função social” da empresa deve incluir a criação de riquezas e de oportunidades de emprego, qualificação e diversidade da força de trabalho, estímulo ao desenvolvimento científico por intermédio de tecnologia e melhoria da qualidade de vida por meio de ações educativas, culturais, assistenciais e de defesa do meio ambiente. Inclui-se, nesse princípio, a contratação preferencial de recursos (trabalho e insumos) oferecidos pela própria comunidade.

⁶ Entendemos “transparência” como a qualidade das informações, principalmente contábeis, com relação à fidedignidade aos fatos socioeconômico-financeiros no âmbito da corporação, bem como as informações adicionais às exigências legais, fornecidas pela companhia, cuja divulgação não seja prejudicial às suas estratégias.

Segundo o boletim *Disclosure das Transações Financeiras* (set. 2003), as principais ações preconizadas pela maioria dos mercados que adotaram os princípios de governança corporativa podem ser resumidas em:

- melhorar a divulgação das informações da sociedade;
- proporcionar análise das informações da sociedade por empresas de auditoria externa;
- aumentar os poderes do conselho de administração sobre os altos executivos da sociedade;
- incentivar a nomeação de conselheiros não vinculados aos altos executivos.

Todavia, a adoção de práticas de governança corporativa não se dá de forma igual em todos os mercados e países, haja vista serem influenciadas por leis, organização institucional e funcionamento do mercado, poder regulatório/fiscalizador das Bolsas de Valores, cultura local etc. Entretanto, apesar das diferenças, preservam-se os pontos centrais de governança corporativa acima citados.

Ainda segundo a revista supracitada, no caso brasileiro, os regulamentos relativos à governança corporativa da BOVESPA vão muito além, pois:

1. estimulam a dispersão acionária, aumentando a liquidez das empresas;
2. procuram solucionar os conflitos acionários decorrentes da ineficiência do Judiciário via Conselho Arbitral;
3. prevêm a celebração de um contrato entre a BOVESPA e a sociedade em que as partes se submetem aos regulamentos da governança corporativa (equidade, transparência, evidenciação etc.), buscando valorizar as empresas e proporcionando o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro.

1.3 Modelos

Muitas pesquisas têm tentado levantar e descrever as diferentes estruturas (modelos) de governança existentes nas empresas, bem como entre os países. Cabe, aqui, um especial destaque para os estudos de Prowse (1994), Aoki e Kim (1995) e La Porta et al. (2000).

Assim, a partir de características dos mecanismos de governança corporativa, observam-se, na literatura pertinente, estudos que buscam definir as diferenças nas estruturas de governança existentes nas empresas e entre os países. Por isso, os trabalhos na área de governança corporativa, geralmente, destacam dois modelos de governança (YAMAMOTO; PRADO, 2003):

1. o modelo Anglo-Americano;
2. o modelo Germânico-Japonês.

Alguns autores fazem uma classificação alternativa em relação aos dois modelos comumente contrastados, referindo-se a eles como Orientados pelo Mercado e Orientados por Bancos,⁷ respectivamente. A base para essa comparação são os diferentes tipos de instituições que atuam como principais financiadores das empresas, como argumentam Allen e Gale (2000).

O primeiro deles tem como base a proteção legal, encontrada, principalmente, nos Estados Unidos e Inglaterra (modelo Anglo-Americano ou Anglo-Saxônico), que se caracteriza pela pulverização do controle acionário das empresas e a separação da propriedade e da gestão, e um sistema legal (*enforcement*)⁸ que intervém e regula de forma eficiente as relações entre credores, acionistas e gerentes das corporações, tendo como objetivo principal para as empresas a criação de valor para os *shareholders* (acionistas).

Portanto, o modelo Anglo-Americano é caracterizado por empresas com propriedade dispersa entre vários acionistas, e o poder individual dos acionistas é fraco devido à parcela pequena de propriedade. Um desempenho insatisfatório da empresa normalmente é visto como motivação para a venda das ações, com conseqüências como aquisições hostis ou fusões. Os interesses dos acionistas dentro desse modelo são amplamente protegidos por um mercado acionário com alta liquidez, alta necessidade de transparência das informações e *enforcement* dos direitos de acionistas não controladores.

O segundo modelo, encontrado principalmente na Alemanha, Japão e nos países da Europa Continental (modelo Germânico-Japonês ou Nipo-Germânico), é caracterizado pela presença de grandes investidores que possuem uma parcela significativa de ações e a administração, normalmente, está sob maior monitoramento. Os grandes investidores podem ser bancos, outras instituições financeiras ou outra empresa, além de estruturas familiares. Estruturas piramidais e de propriedade cruzada, freqüentemente, existem em larga escala, levando muitas vezes os grandes acionistas a votarem em nome dos minoritários.

No modelo Germânico-Japonês, as empresas devem equilibrar os interesses dos acionistas com aqueles de outros grupos que são afetados pelas suas atividades, como, por exemplo, empregados, fornecedores, clientes e comunidade.

⁷ *Market oriented* e *bank oriented*.

⁸ Na concepção de Barros et al. (2000), *enforcement* diz respeito aos mecanismos que amparam os investidores minoritários quando seus direitos são violados. Entre outros, essa atividade ou intermediação pode ser executada pelo Conselho de Administração, por órgãos reguladores públicos e privados (Bolsas de Valores, CVM etc.), Sistema Judiciário. De forma mais abrangente, pode-se dizer que *enforcement* é sinônimo de efetivo cumprimento das leis ou capacidade de se fazer cumprir as leis ou regras estabelecidas.

O Quadro 1.1 apresenta as principais características desses dois modelos de governança corporativa.

Quadro 1.1 *Características dos modelos de governança corporativa.*

Características	Modelos	
	Anglo-Saxônico	Nipo-Germânico
Objetivo principal.	Criação de valor para os acionistas (<i>shareholders</i>).	Criação de valor para os acionistas e demais agentes (<i>stakeholders</i>).
Nível de concentração do capital.	Participações pulverizadas.	Maior concentração.
Participação acionária <i>versus</i> liquidez.	Bolsas de Valores garantem liquidez às participações de curto prazo.	Participações acionárias de longo prazo e cruzadas. Liquidez não é privilegiada.
Nível de transparência para o mercado.	Elevado.	Baixo.

Fonte: Adaptado de Almeida (2002 apud SILVA, ZOTES, 2004).

Resumidamente, o modelo Anglo-Americano de Governança Corporativa é baseado no mercado de capitais, ao passo que o modelo Germânico-Japonês é fundamentado em investidores de longo prazo. Entretanto, existe uma tendência mundial de convergência entre os dois modelos, pois é consenso entre os agentes que a governança corporativa é muito importante para a credibilidade e o crescimento econômico das empresas e de países, independentemente do modelo a ser adotado.

Observam-se, assim, dois modelos bem distintos: no primeiro, a obrigação primordial dos administradores é agir em nome dos interesses dos acionistas, enquanto no segundo prevê que, além dos acionistas, um conjunto muito mais amplo de interesses deve vir a ser contemplado.

O uso desse tipo de comparação, por muito tempo, principalmente durante as décadas de 80 e 90, buscou responder à questão central de qual modelo seria o mais eficaz para as empresa e para os países.

Nos anos 80, quando as economias japonesa e alemã prosseguiram aquecidas, a governança centrada em bancos era considerada melhor, alegando entre outras vantagens o custo menor de capital para as empresas e a visão de longo prazo dos investidores e de relacionamento.

Entretanto, a recessão da economia japonesa que se iniciou na década de 90, mostra que, no caso dos bancos japoneses, a redução de custo de capital constituía-se em um reflexo de conluíus de bancos com gestores para deter ameaças

externas ao seu controle, algo longe do papel de disciplina de investimentos racionais pregado por eles – e longe de ser um sistema eficiente de governança para as empresas (MORCK; NAKAMURA, 1999).

A partir do início dos anos 90, com o declínio do sucesso pregado pelo sistema Nipo-Germânico, o modelo Anglo-Saxônico acabou por ser apontado como um sistema a ser adotado, principalmente por ter conseguido atrair empresas estrangeiras na listagem de papéis no mercado de capitais americano, no qual obtinham menor custo de capital.

Estudos mais recentes, entre eles os de La Porta et al. (1998), sugerem que a comparação dos modelos de governança deva ser feita tomando-se por base a origem das leis do mercado em estudo, como mostrado no Quadro 1.2.

Quadro 1.2 *Classificação da proteção legal dos investidores de acordo com a origem das leis.*

Classificação	Proteção dos Acionistas	Proteção dos Credores	Enforcement
Forte proteção	Direito Comum	Direito Comum	Direito Civil Escandinavo
Intermediária	Direito Civil Escandinavo	Direito Civil Alemão	Direito Civil Alemão
Intermediária	Direito Civil Alemão	Direito Civil Escandinavo	Direito Comum
Fraca proteção	Direito Civil Francês	Direito Civil Francês	Direito Civil Francês

Fonte: Adaptado de La Porta et al. (1998).

La Porta et al. examinaram a existência e a garantia de aplicação de leis de proteção aos acionistas e credores em 49 países, comparando-os em seguida. Os autores classificaram, também, a origem das leis de cada um desses países dentro de uma das quatro tradições do Direito Comercial: (1) Direito Comum, (2) Direito Civil Francês, (3) Direito Civil Alemão e (4) Direito Civil Escandinavo. Após feitas essas classificações, os autores criaram três índices: (1) direito de proteção dos acionistas, (2) direito de proteção dos credores e (3) garantia de aplicação das leis (*enforcement*).

A base fundamental é a de que a proteção legal (ou a sua falta) determinaria os diferentes modelos de governança corporativa existentes nos diferentes países e seria fator determinante para o desenvolvimento do mercado de capitais e de seus agentes, e dessa forma influenciaria a estruturação dos mecanismos de financiamento das empresas.

Os países de ambiente legal com origem no direito comum, como, por exemplo, os Estados Unidos e o Reino Unido, teriam melhor proteção legal para os investidores – e conseqüentemente mercados de capitais mais desenvolvidos –, enquanto os países de ambiente legal com origem no Direito Civil Francês, como, por exemplo, o Brasil, teriam pior proteção aos investidores.

Corroborando o exposto, La Porta et al. (2000) comentam que, nesses países, a proteção legal aos investidores é muito menos eficaz, tanto por causa da ausência de leis apropriadas quanto pela fragilidade do sistema judiciário em fazer cumprir a lei.

Conforme Silveira (2002), no Brasil, a alta concentração da propriedade e do controle das companhias, aliada à baixa proteção legal dos acionistas, faz com que o principal conflito de agência no país se dê entre acionistas controladores e minoritários, e não entre acionistas e gestores, como nos países de origem anglo-saxônica com estrutura de propriedade pulverizada.

Dentro dessa abordagem, fica nítida a percepção de que as estruturas de governança das empresas e conseqüentemente dos seus mecanismos se comportariam como uma reação ao ambiente em que se encontram do ponto de vista de proteção legal. A concentração acionária ou a dispersão da propriedade e a predominância de conflitos entre gestores e acionistas ou entre controladores e não controladores seria decorrente do nível de proteção legal existente no macroambiente institucional da empresa.

1.4 Mecanismos

Os relacionamentos entre os *stakeholders* caracterizam a empresa como uma conexão de contratos formais e informais, incompletos por natureza, que implicam questões a serem equacionadas *ex ante* e *ex post* aos fatos objeto desses contratos. Com efeito, o cumprimento desses contratos e as soluções de possíveis conflitos são levados a cabo por um conjunto de fatores que as áreas da Administração e Finanças têm denominado de **Mecanismos de Governança Corporativa**.

Integram esse conjunto de mecanismos os arranjos estruturais e operacionais das empresas, tais como: conselho de administração, conselho fiscal, auditoria externa, programas de incentivos, monitoramento, mercado de gestores, mercado de membros de conselho de administração e conselho fiscal, mercado de controle das empresas (*takeovers*)⁹ e o ativismo dos investidores institucionais (ROZO, 2003).

⁹ Entende-se por *takeover* a aquisição de uma empresa ineficiente por outra companhia (ou conglomerado) mais saudável, passando a ser mais bem gerida e proporcionando, assim, um novo ciclo de investimento e crescimento.

Nesse contexto, podem-se classificar os principais mecanismos de Governança Corporativa em internos e externos, conforme resume a seguinte Figura 1.2:

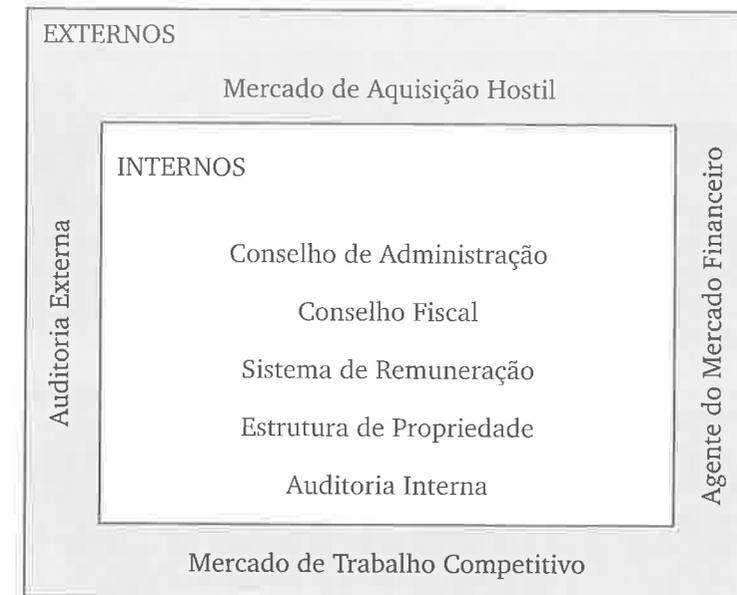


Figura 1.2 Principais mecanismos de governança corporativa.

Conselho de administração

Conforme Santos e Almeida (2002), “o conselho de administração nas corporações, geralmente, é aquele que determina as próprias regras da Governança Corporativa com base em expectativas, concordâncias, consentimentos ou acordos de acionistas e de criteriosa deliberação coletiva”. Por isso, o conselho de administração é o principal mecanismo interno para diminuição dos custos de agência entre acionistas e gestores e entre acionistas controladores e acionistas não controladores. Tão importante é sua importância, que muitos agentes de mercado chegam a associar a expressão *governança corporativa* a sinônimo de papel ativo e independente do conselho de administração. Em síntese, cabe ao conselho de administração a ratificação das decisões relevantes e o monitoramento da alta gestão.

Observamos, porém, que é muito subjetivo falar em independência do conselho de administração em relação aos controladores da companhia, pois as interações entre os diversos agentes da companhia (acionistas, membros do conselho, executivos etc.) ocorrem freqüentemente e de forma dinâmica, voluntária ou involuntariamente. Sobre esse aspecto, a OECD (2004) comenta que a governança não se restringe a processos e procedimentos dos órgãos de administração. Isso envolve uma ampla gama de relações entre os gestores da companhia, os conse-

lhos, os comitês, os *shareholders*¹⁰ e *stakeholders* de forma geral, tais como seus empregados e a comunidade local na qual se encontram.

Conselho fiscal

A função principal do Conselho Fiscal dentro da estrutura de governança de uma companhia é fiscalizar os atos dos administradores, verificando o cumprimento de seus deveres legais e estatutários, devendo denunciar erros, fraudes ou crimes que descobrir e sugerir providências úteis aos órgãos de administração ou à assembléia geral, quando for o caso. Rodrigues e Mendes (2004) explicam que “o Conselho Fiscal tem uma função importante para interligação entre a Governança Societária promovida pelos acionistas de uma companhia e a Governança Corporativa encarregada de produzir os resultados e assim aumentar o valor do negócio”.

Sistema de remuneração

O Sistema de Remuneração, segundo Hitt, Ireland e Hoskisson (1999), é definido como “um mecanismo de governança que busca alinhar os interesses dos gestores aos interesses dos proprietários através de salários, bonificações, remuneração de incentivo de longo prazo, tal como *stock options*”.¹¹ Portanto, o propósito desse mecanismo é melhorar o alinhamento de interesses entre gestores e acionistas e premiar os gestores por seus esforços pela companhia.

Ainda na concepção dos mesmos autores, por várias razões, a remuneração dos gestores como um mecanismo de governança é complicada, especialmente a remuneração de incentivo de longo prazo. Os autores apontam três razões principais para essa afirmação:

1. as decisões tomadas pelos gestores de alto nível são complexas e não rotineiras;
2. as decisões do executivo, freqüentemente, afetam o resultado financeiro da firma por um longo período de tempo;
3. um número de variáveis intervém entre o comportamento e as decisões administrativas de alto nível e o desempenho da firma.

Com relação à primeira razão, uma forma de contornar a situação é relacionar a remuneração dos administradores ao resultado mensurável, tal como o desempenho financeiro da firma, pois supervisionar diretamente as decisões dos administradores é inapropriado para julgar a qualidade de suas decisões.

¹⁰ Acionista.

¹¹ *Stock options* (opção de compra de ações) é um mecanismo usado para vincular o desempenho dos executivos ao desempenho das ações da companhia pertencentes a estes.

Na segunda razão, torna-se difícil avaliar os efeitos das decisões estratégicas atuais dos executivos, tendo em vista essas decisões terem impacto, por longo período de tempo, no desempenho da companhia.

A terceira razão justifica-se em função de as mudanças econômicas, sociais ou legais (variáveis) serem imprevisíveis, o que torna difícil separar os efeitos das decisões estratégicas dos efeitos dessas variáveis sobre o desempenho da companhia.

Portanto, embora a remuneração baseada no desempenho possa fornecer incentivos para os administradores tomarem decisões que sirvam melhor aos interesses dos acionistas, tais planos de remuneração sozinhos são imperfeitos para monitorar e controlar os administradores, pois, mesmo sendo um mecanismo para aumentar o valor da firma em linha com as expectativas dos acionistas, estão sujeitos a manipulações administrativas.

Estrutura de propriedade

A Estrutura de Propriedade da empresa afeta sua governança corporativa, uma vez que uma empresa com estrutura de propriedade muito pulverizada tende a ter composição do conselho de administração e relação de agência distintas de uma empresa com estrutura de propriedade concentrada (HERMALIN; WEISBACK, 2001 apud SILVEIRA, 2005). Assim, a presença de um acionista controlador ou acordo de acionistas representa impactos distintos na estrutura de propriedade e, conseqüentemente, em toda a empresa.

Nesse sentido, as companhias abertas brasileiras caracterizam-se por uma estrutura de propriedade muito concentrada (principalmente com relação às ações ordinárias), em que a presença de um acionista controlador é marcante, que geralmente atua como gestor da companhia ou indica uma pessoa de sua confiança para a respectiva função. Portanto, no caso brasileiro, existe grande sobreposição entre propriedade e controle.

Separação entre propriedade e controle

O problema essencial relacionado à estrutura de propriedade e de controle foi pela primeira vez citado por Adam Smith, em 1776, no trabalho *The Wealth of Nations*, apontando a **negligência e esbanjamento** por parte dos administradores que resultariam, quando aqueles que administram a empresa, o fazem com o dinheiro de outros e não de si próprios.

Em 1932, Berle e Means, com a publicação do trabalho *The Modern Corporation and Private Property*, trouxeram à discussão, novamente, o mesmo problema relacionado à estrutura de propriedade, abordando o tema de separação entre a propriedade e o controle e, desse modo, implicitamente, delinearam sua relação aos mecanismos de governança corporativa atualmente em evidência. Nesse tra-

balho, a separação entre propriedade e controle nas empresas modernas é apontada como o paradigma central sobre a teoria econômica das empresas.

Observa-se, dessa maneira, o divórcio entre a propriedade e o controle, o que vem a suscitar uma pergunta importante: Afinal, quem controla a empresa? (ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 2002).

A afirmação de que os administradores (gestores) podem ignorar os interesses dos acionistas decorre do fato de que a propriedade das grandes sociedades por ações é muito dispersa. Por isso, o grau de controle dos **agentes** pelos **principais** irá depender: (1) dos custos de acompanhamento da administração; (2) dos custos de implantação dos mecanismos de controle, e (3) dos benefícios desse controle.

Quando há um conflito de interesses entre gestores e acionistas, existem vários mecanismos de controle usados pelos acionistas que visam garantir o alinhamento do comportamento dos gestores aos seus interesses. Esses mecanismos de incentivo e controle podem ser internos e externos, que interferem nos valores, nos princípios e nos modelos efetivamente praticados de governança corporativa. Como exemplo de mecanismo interno, pode-se citar o conselho de administração e, como exemplo de mecanismo externo, a contratação de empresas independentes de auditoria para atestar os relatórios contábeis.

Assim, tanto as evidências existentes quanto a teoria são compatíveis com a idéia de que o controle é exercido pelos acionistas. Porém, também é fato que, às vezes, as empresas operam de modo a satisfazer mais os objetivos dos gestores do que os interesses dos acionistas. Nesse contexto, é que surgiram os primeiros ativistas da governança corporativa, buscando alinhar os interesses dos gestores aos interesses dos acionistas.

Auditoria interna

A importância da Auditoria Interna como parte da estrutura de governança envolve a responsabilidade pela eficiência e eficácia dos sistemas de controles internos, objetivando a integridade, transparência e confiança nas informações e operações, eliminando atividades que não agregam valor à empresa.

Nessas circunstâncias, segundo o Comitê de Organizações Patrocinadoras da Comissão Treadway¹² (2006), os sistemas de controle internos assumem posição de destaque na estrutura organizacional, por fornecer segurança razoável quanto à possibilidade de atingir objetivos nas seguintes categorias: (a) eficácia e eficiência nas operações; (b) confiabilidade nos relatórios financeiros; e (c) cumprimento de leis e regulamentos aplicáveis.

¹² Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (COSO).

Auditoria externa

A Auditoria Externa como mecanismo de governança é responsável por atestar se as informações constantes das demonstrações financeiras representam, consistentemente, a realidade da empresa. O Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC (2004) diz que:

Toda sociedade deve ter auditoria independente, pois se trata de um agente de Governança Corporativa de grande importância para todas as partes interessadas, uma vez que sua atribuição básica é verificar se as demonstrações financeiras refletem adequadamente a realidade da sociedade.

Portanto, as empresas que contratam auditorias externas com reputação de competência estão, na verdade, emitindo um sinal de transparência ao mercado e reduzindo a assimetria informacional entre gestores e investidores.

Mercado de aquisição hostil

Por sua vez, a questão do controle de companhias abertas tornou-se um problema central na área de finanças, principalmente em virtude do aumento dos casos em que uma empresa ou conglomerado assume o controle de outra por meio da compra da maioria das ações ordinárias em circulação. Esse procedimento é chamado de **aquisição hostil** ou **takeover**, pois, em muitos casos, a compra da participação majoritária ocorre contra a vontade dos acionistas existentes.

Portanto, o mercado de aquisição hostil funciona como um mecanismo de governança em razão de os gestores se preocuparem muito com fatos dessa natureza, pois os seus próprios cargos estão em jogo quando muda o controle da companhia. Conseqüentemente, os gestores são forçados a serem mais atentos aos interesses dos acionistas, o que significa a maximização da riqueza da companhia.

Porém, objetivando a proteção dos seus próprios interesses, muitos gestores são capazes de manobras dentro das companhias para tornar as aquisições hostis mais difíceis, tais como o aumento do percentual de acionistas para aprovar uma fusão ou a aprovação, em votação, da provisão de “pílula de veneno”,¹³ permitindo aos acionistas de uma empresa que é adquirida por outra comprarem ações da segunda empresa a preços reduzidos.

A esse respeito, Brigham e Houston (1999) comentam que “as manobras da administração para tornar os *takeovers* mais difíceis têm gerado oposição dos acionistas, principalmente dos grandes acionistas institucionais, que não querem que sejam erigidas barreiras para proteger administradores incompetentes”.

¹³ Pílula de veneno (*poison pill*): medida tomada pela administração de uma empresa com a finalidade de torná-la desinteressante para compradores potenciais, evitando, assim, uma aquisição hostil de controle acionário. Pode-se citar, como exemplo, a decisão de uma empresa de dar enormes bônus de aposentadoria a seus administradores, representando grande parte da riqueza da empresa, no caso de aquisição de controle acionário (BRIGHAM; HOUSTON, 1999).

Mercado de trabalho competitivo

O mercado de trabalho competitivo representa elemento fundamental nas relações entre tomadores de decisão e proprietários, uma vez que tal mercado está pronto para oferecer novos profissionais cada vez mais qualificados e aptos a exercerem cargos executivos. Isso faz com que os gestores em atividade sintam-se pressionados em melhorar cada vez mais o seu perfil perante a corporação, apesar de que isso nem sempre é uma realidade.

Agentes do mercado financeiro

Por sua vez, os agentes do mercado financeiro também podem funcionar como um mecanismo de governança corporativa ou contribuir para melhoria das práticas de governança, seja através de imposições referentes a políticas de mercado ou parcerias em relação às companhias.

Contudo, não existe um modelo único de governança corporativa e cada país, com o passar do tempo, desenvolveu ampla variedade de mecanismos para superar os problemas de agência surgidos pela separação de propriedade e controle (MAHER; ANDERSON, 1999).

Enfim, o conjunto dos mecanismos de governança corporativa tem como característica predominante a capacidade de reduzir custos de agência e custos de transações econômicas, contribuindo para a maximização da riqueza dos acionistas e, de forma mais abrangente, satisfação dos *stakeholders*, uma vez que a adoção de boas práticas de governança corporativa contribui para o bom andamento e cumprimento dos diversos contratos que formam a organização empresarial.

Resumo

A expressão *governança corporativa* surgiu na economia anglo-saxônica (*corporate governance*) em meio às pressões ambientais econômicas sobre as empresas, em que se buscava um relacionamento mais justo entre as corporações e os investidores. A empresa que adota boas práticas de governança corporativa tem como fundamento principal transparência, prestação de contas e equidade.

Em linhas gerais, podemos definir governança corporativa como o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, em que, através de mecanismos específicos (conselho de administração, conselho fiscal, auditoria externa, programas de incentivos, monitoramento, mercado de gestores, mercado de membros de conselho de administração e conselho fiscal, mercado de controle das empresas, ativismo dos investidores institucionais), gestores e proprietários procuram assegurar o bom desempenho da empresa para aumento de sua riqueza.

Para atingir os seus objetivos, a governança corporativa faz uso de alguns princípios basilares, os quais podem ser resumidos em: transparência (*disclosure*); senso de justiça (*fairness*); prestação de contas (*accountability*); cumprimento de leis (*compliance*); ética (*ethics*).

Muitas pesquisas têm tentado levantar e descrever as diferentes estruturas (modelos) de governança existentes nas empresas, bem como entre os países, destacando-se dois modelos: o modelo Anglo-Americano e o modelo Germânico-Japonês. O primeiro é baseado no mercado de capitais, ao passo que o modelo Germânico-Japonês é fundamentado em investidores de longo prazo. Algumas características separam esses modelos, tais como: origem das leis do mercado, nível de concentração do capital, nível de transparência para o mercado, participação acionária *versus* liquidez etc. Entretanto, existe uma tendência mundial de convergência entre os dois modelos.

A governança corporativa está relacionada às melhores formas de se reduzir os problemas de agência numa corporação, buscando sempre alinhar os interesses dos agentes (gerentes e administradores) aos interesses dos acionistas, de modo a minimizar os custos derivados desse problema e aumentar o valor da corporação.

No entanto, a adoção de práticas de governança corporativa não se dá de forma igual em todos os mercados e países, haja vista serem influenciadas por leis, organização institucional e funcionamento do mercado, poder regulatório/fiscalizador das Bolsas de Valores, cultura local etc.

Questões para reflexão

1. O movimento da governança corporativa no Brasil já está consolidado ou encontra-se numa fase embrionária?
2. Poderíamos dizer que a governança corporativa é mais um modismo norte-americano copiado pelo mercado brasileiro?
3. Partindo da afirmação de que empresas que adotam boas práticas de governança corporativa podem alcançar melhor desempenho, como explicar o desempenho insatisfatório de algumas companhias que adotaram as linhas mestras da governança?
4. Uma das exigências do mercado para as empresas que buscam uma postura proativa com relação aos investidores é aumentar, consideravelmente, o nível de *disclosure* das informações publicadas. Por que a Contabilidade dessas empresas não está cumprindo, a contento e naturalmente, o seu papel de sistema de informação?
5. Existe possibilidade de se adaptar os princípios e mecanismos de governança corporativa às empresas de pequeno porte?
6. Em resumo, poderíamos assumir que o cerne das discussões sobre governança corporativa se concentra na gestão das empresas?

Referências

- ALLEN, Franklin; GALE, Douglas. *Comparing financial systems*. Cambridge MA: MIT Press, 2000.
- ALMEIDA, Leandro. *Governança corporativa no Brasil*. Workshop IBMEC-Petrobras. Rio de Janeiro, 2-3 dez. 2002.
- ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José Paschoal. *Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências*. São Paulo: Atlas, 2004.
- AOKI, Masahiko; KIM, Hyung-Ki. *Corporate governance in transitional economies: insider control and the role of banks*. Washington: The World Bank, 1995.
- BARROS, José Roberto Mendonça de et al. *Desafios e oportunidades para o mercado de capitais brasileiro*. São Paulo: Bovespa, 2000. 52 p.
- BRIGHAM, Eugene F.; HOUSTON, Joel F. *Fundamentos da moderna administração financeira*. Tradução de Maria Imilda da Costa e Silva. Rio de Janeiro: Campus, 1999.
- CADBURY COMMITTEE. *The report of the committee on financial aspects of corporate governance*. Londres: Cadbury Committee, Dec. 1992.
- CARVALHO, Antônio Gledson de. Governança corporativa no Brasil em perspectiva. *Revista de Administração*, São Paulo, v. 37, n° 3, p. 19-32, jul./set. 2002.
- CERDA, Alvaro Clarke de la. *Tender offers, takeovers and corporate governance*. The Latin America Corporate Governance Roundtable. São Paulo, Apr. 2000. Disponível em: <<http://www.oecd.org/dataoecd/56/59/1922420.pdf>>. Acesso em: 2 ago. 2006.
- COMMITTEE OF SPONSORING ORGANIZATIONS OF THE TREADWAY COMMISSION (COSO). *Internal control: integrated framework executive summary*. Disponível em: <http://www.coso.org/publications/executive_summary_integrated_framework.htm>. Acesso em: 6 jun. 2006.
- DISCLOSURE DAS TRANSAÇÕES FINANCEIRAS. *Novo mercado e níveis diferenciados de governança corporativa da BOVESPA*. São Paulo: Finance Treinamento e Publicações, ano IX, ed. 95, set. 2003.
- DUBEUX, Rodrigo Ramalho. *O novo mercado da Bovespa e a governança corporativa*. 2001. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) – Curso de Pós-Graduação da EAESP/FGV, Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo.
- GUIMARÃES, Camila. Momento de troca. *Revista Capital Aberto*, São Paulo: Capital Aberto, ano 3, n° 30, p. 24-27, fev. 2006.
- HERMALIN, Benjamim E.; WEISBACH, Michael S. *Board of directors as an endogenously determined institution: a survey of the economic literature*. NBER Working Paper. Cambridge, n° 8161, March 2001 apud SILVEIRA, Alexandre di Miceli da. *Governança corporativa: desempenho e valor da empresa no Brasil*. São Paulo: Saint Paul, 2005.
- HITT, Michael A.; IRELAND, R. Duane; HOSKISSON, Robert E. *Strategic management: competitiveness and globalization – concepts and cases*. 3. ed. Cincinnati-Ohio: South-Western College Publishing, 1999.
- INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa*. 3. ed. rev. e ampl. São Paulo, 2004. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/ibConteudo.asp?IDArea=864&IDp=3>>. Acesso em: 22 nov. 2005.
- _____. *Governança corporativa*. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/ibConteudo.asp?IDArea=2>>. Acesso em: 12 ago. 2007.
- LA PORTA, Rafael et al. *Investor protection and corporate governance*. *Journal of Financial Economics*, [S.l.], v. 58, p. 3-27, Oct. 2000.
- _____. *Law and Finance*. *Journal Political Economy*. Chicago, v. 106, n° 6, p. 1113-1155, Dec. 1998.
- LETHBRIDGE, Tiago. O que vem depois da bolsa. *Exame*, São Paulo: Abril, ed. 864, ano 40, n° 6, p. 32-35, 29 mar. 2006.
- MAHER, Maria; ANDERSON, Thomas. Corporate governance: effects on firm performance and economic growth. *Organisation for Economic Co-Operation and Development (OECD)*. Paris, 1999. Disponível em: <<http://www.oecd.org/dataoecd/10/34/2090569.pdf>>. Acesso em: 29 jan. 2006.
- MONKS, Robert A. G.; MINOW, Nell. *Corporate governance*. Oxford: Blackwell, 1995.
- MORCK, Randall; NAKAMURA, Masao. *Banks and corporate control in Japan*. *The Journal of Finance*, [S.l.], v. 54, n° 1, p. 319-340. Feb. 1999.
- ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT (OECD). *OECD principles of corporate governance – 2004*. Disponível em: <<http://www.oecd.org/dataoecd/32/18/31557724.pdf>>. Acesso em: 1° dez. 2005.
- PROWSE, Stephen. Corporate Governance in an international perspective: a survey of corporate governance mechanisms among large firms in the United States, the UK, Japan and Germany. *BIS economic papers*, n° 41, May 1994.
- RODRIGUES, José Antônio; MENDES, Gilmar Melo de. *Governança corporativa: estratégia para geração de valor*. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2004.
- ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JAFFE, Jeffrey F. *Administração financeira*. Tradução de Antônio Zoratto Sanvicente. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2002.
- ROZO, José Danúbio. *Relação entre mecanismos de governança corporativa e medidas de performance econômica das empresas brasileiras integrantes do Índice Brasil da Bolsa de Valores de São Paulo*. 2003. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade) – Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade, Departamento de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo.
- SADDI, Jairo. O tema da governança e a transparência no mercado de capitais. *Jornal Valor Econômico*. Rio de Janeiro, 21 jan. 2003, p. E-2. Legislação & Tributos. Disponível em: <<http://www.valoronline.com.br/search.html?q=saddi&w=Palavra-chave&type=1&p=9&sp=1>>. Acesso em: 22 jun. 2006.

SANTOS, Hermes Mendes; ALMEIDA, Martinho Isnard Ribeiro de. Governança corporativa e estratégia organizacional: um estudo do funcionamento no contexto brasileiro. In: COSTA, Benny Kramer; ALMEIDA, Martinho Isnard Ribeiro de (Coord.). *Estratégia: perspectivas e aplicações*. São Paulo: Atlas, 2002, p. 269-285.

SANTOS, Lilian Regina dos. *A governança empresarial e a emergência de um novo modelo de controladoria*. 2004. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade) – Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade, Departamento de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo.

SHLEIFER, Andrei.; VISHNY, Robert W. *A survey of corporate governance*. *The Journal of Finance*, [S.l.], nº 2, v. 52, p. 737-783, June 1997.

SILVA, Edson Cordeiro da; ZOTES, Luiz Peres. Governança corporativa e sua influência na gestão da qualidade. *Revista Brasileira de Contabilidade*, Brasília, ano XXXIII, nº 147, maio/jun. 2004.

SILVEIRA, Alexandre di Miceli da. *Governança corporativa: desempenho e valor da empresa no Brasil*. São Paulo: Saint Paul, 2005.

_____. *Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil*. 2002. Dissertação (Mestrado em Administração), Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo.

SOUZA, Thelma de Mesquita Garcia e. *Governança corporativa e o conflito de interesses nas sociedades anônimas*. São Paulo: Atlas, 2005.

STEINBERG, Herbert. *A dimensão humana da governança corporativa: pessoas criam as melhores e piores práticas*. São Paulo: Gente, 2003.

YAMAMOTO, Marina Mitiyo; PRADO, José Estevam de Almeida. Governança e o valor das empresas. *Revista Bovespa*, São Paulo, out./dez. 2003.