

ÁREA TEMÁTICA: GOVERNANÇA CORPORATIVA

GOVERNANÇA CORPORATIVA E DESEMPENHO NOS AMBIENTES INSTITUCIONAL, LEGAL E CULTURAL BRASILEIROS

AUTORES

ROBERTO DO NASCIMENTO FERREIRA

Universidade Federal de São João del-Rei

robertof@ufsj.edu.br

ELAINE APARECIDA ARAÚJO

Universidade Federal de Pernambuco

elaineadc@yahoo.com.br

PATRÍCIA ALMEIDA ASHLEY

Universidade Federal de São João del-Rei

patricia@ufsj.edu.br

ANTÔNIO CARLOS DOS SANTOS

Universidade Federal de Lavras

acsantos@ufla.br

REINALDO APARECIDA FONSECA

Universidade Federal de São João del Rei

fonseca@ufsj.edu.br

RESUMO: O ambiente institucional brasileiro possui características próprias, com raízes no desenvolvimento econômico e na cultura empresarial, representando obstáculos às mudanças institucionais. Grandes empresas nacionais ainda retêm valores aristocráticos e mentalidade tradicional em suas organizações. Embora exista a necessidade de adotar novas estratégias, as organizações relutam em implementá-las, porque isso requereria uma mudança nos valores e expectativas. A cultura e a ideologia ajudam a explicar a manutenção do *status quo* de alguns grupos, como também podem explicar a emergência de outros grupos de interesses, como exemplo os acionistas minoritários. No entanto diversas mudanças vêm ocorrendo no ambiente organizacional, como consequência de um maior apelo por transparência, equidade e *accountability* por parte dos investidores. Uma boa estrutura de governança corporativa é a resposta que as empresas podem dar ao mercado. A adoção de padrões de governança corporativa pode representar uma condição que venha influenciar em um melhor desempenho organizacional. Adotar as práticas de governança corporativa não é um fato isolado no contexto das organizações. Deve-se considerar a influência da cultura e do ambiente institucional/legal. Considerando que o atual ambiente organizacional é complexo e sujeito a mudanças constantes, uma estrutura de governança corporativa representa uma resposta aos investidores e demais partes interessadas na empresa. Além do mais, estabeleceu-se que uma estrutura de boa governança diferencia a empresa no mercado. Assim, grande parte das pesquisas sobre governança corporativa tem trabalhado com o objetivo de buscar uma resposta para a relação entre governança corporativa e a melhora no desempenho.

Palavras chave: governança corporativa, desempenho, cultura, ambiente institucional, empresas.

CORPORATE GOVERNANCE AND PERFORMANCE IN BRAZILIAN INSTITUCIONAL, LEGAL AND CULTURAL ENVIRONMENTS

ABSTRACT: The atmosphere institutional Brazilian possesses own characteristics, with roots in the economical development and in the business culture, representing obstacles to the institutional changes. Great national companies still keep aristocratic values and traditional mentality in their organizations. Although the need exists of adopting new strategies, the organizations resist in implementing them, because that would request a change in the values and expectations. The culture and the ideology help to explain the maintenance of the status quo of some groups, as well as they can explain the emergency of other groups of interests, as example the minority shareholders. Several changes have occurred in the organizational environment as a result of a higher appeal for transparency, fairness and accountability from investors. Good corporate governance structure is the answer that companies can give to the market. The corporate governance standards adoption can represent a condition that may create a better organizational performance. Corporate governance practices adoption is not an isolated fact in organizations context. One must consider the influence of culture and institutional/legal environment. Considering that the current organizational environment is complex and subject to constant changes, a corporate governance structure represents a response to investors and other actors interested in the company. Moreover, it was established that a good governance structure differentiates the company in the market. Thus, much of the research on corporate governance has been working with the objective of seeking an answer for the relationship between corporate governance and improvement in performance.

Keywords: corporate governance, performance, culture, institutional environment, companies.

INTRODUÇÃO

Como forma de promover o mercado de capitais, no início dos anos 1970, o governo criou uma legislação para incentivar o mercado, uma época em que predominavam empresas familiares (CARVALHO, 2002). Estas apresentavam capacidade limitada de investimento, e a emissão de ações acarretaria risco de perda de controle das empresas, consistindo em um limite à oferta de ações. A solução encontrada foi autorizar o limite de ações preferenciais – sem direito a voto – para 66%. Isso propiciou a manutenção do controle com apenas 17% do capital. A previsão legal de se pagarem dividendos aos preferencialistas em valor 10% superior ao pago ao controlador agravou ainda mais o problema, pois tornou atraente qualquer outra forma de se tirar recursos da empresa, que não fossem dividendos (ALMEIDA e ALMEIDA, 2001; ALMEIDA, 2001).

Esse é um dos aspectos que caracteriza o ambiente institucional brasileiro, com raízes no desenvolvimento econômico e na cultura empresarial nacional, que em muitas situações representam obstáculos às mudanças institucionais no Brasil (GORGA, 2004). Segundo Motta e Caldas (1997), grandes empresas nacionais ainda retêm valores aristocráticos e a mentalidade tradicional da casa-grande em suas organizações. Afirmam os autores que, embora frequentemente sintam a necessidade de adotar novas estratégias, as organizações não são capazes de implementá-las, porque isso requereria uma mudança nos valores e expectativas.

A cultura e a ideologia ajudam a explicar a manutenção do *status quo* de alguns grupos no poder, como também podem explicar a emergência de outros grupos de interesses, como exemplo os acionistas minoritários. Tem-se, assim, que cultura e ideologia são variáveis importantes para a explicação de mudanças institucionais (GORGA, 2004; PEREIRA, 1997; GRÜN, 2003).

Segundo Gorga (2004), as características particulares da cultura brasileira devem suas origens às condições de vida nas grandes propriedades agrícolas no período colonial. Havia, naquela época, uma hierarquia rígida, na qual as atividades econômicas eram baseadas num sistema escravocrata de exploração da terra, em que, inclusive, as pequenas vilas dependiam dos senhores de terra. Nesse sistema, os trabalhadores livres eram forçados a se adaptar à cultura do paternalismo imposta pelos códigos morais da sociedade escravocrata. Com a abolição da escravidão, impactou-se a estrutura organizacional dos engenhos de açúcar e possibilitou-se o desenvolvimento da vida urbana e do comércio. Mesmo ameaçada por essa mudança institucional, a economia agrária manteve sua estrutura social e econômica. Com isso, os latifúndios foram mantidos e os grandes proprietários, com altas posições no governo, mantiveram prestígio substancial na sociedade. Assim, leis que preservavam os direitos dos senhores perpetuaram o poder da elite.

A república também se baseou na estrutura econômica do latifúndio, permanecendo o poder das oligarquias nas instituições democráticas. Dessa forma, muitos imigrantes, ao conseguirem acumular capital, usaram o conhecimento que tinham de mercados desenvolvidos para abrir seus próprios negócios. Porém, sem poder político, eles se aliaram a aristocracia agrária em muitas ocasiões, aceitando, então, um sistema de governo paternalista, que usava o Estado para a satisfação dos próprios interesses. Tem-se, assim, que uma visão patrimonial dominou a ideologia da elite brasileira, cuja formação cultural e a maneira pela qual ela internaliza regras influenciam seu comportamento e suas decisões políticas.

Camera e Araújo (2008), ao abordarem os aspectos da cultura brasileira e a origem da empresa familiar apresentam um raciocínio semelhante. Reportam a Bernhoeft e Gallo (2003) para afirmar que as histórias das famílias empresárias no Brasil possuem origens e características muito peculiares. Eles informam que a maioria das empresas brasileiras tem sua história inicial vinculada à figura de um imigrante. Salientam, ainda, que a característica do empreendedor brasileiro está mais apoiada em variáveis e características emocionais do

que em qualquer visão racional ou estratégica. E é por essa razão que boa parte desses fundadores empreendedores não consegue fazer uma distinção entre família, propriedade e empresa.

De acordo com Gonçalves (2000) e Gorgati (2000), também citados em Câmara e Araújo (2008), as características patrimonialistas e protecionistas mostram incoerências na empresa familiar, como problemas referentes ao nepotismo e uso da confiança pessoal e não da competência para a escolha de colaboradores. Isso torna a empresa familiar vulnerável nos momentos de grandes transições, e que podem ser considerados ritos de passagem que marcam etapas na vida da empresa. Sendo assim, o imigrante empreendedor que construiu seu patrimônio com muitas dificuldades, na maioria das vezes apoiado apenas por familiares, gerou um apego sentimental ao seu patrimônio, o que produz grande aversão à divisão da propriedade. Esse apego predomina ainda hoje em várias empresas brasileiras, reforçando o modelo da gestão patriarcal, com poder absoluto, inquestionável, indivisível e insubstituível. A transição para um modelo de gestão descentralizada e monitorada é o ponto importante para um crescimento equilibrado e promissor e se constitui num dos maiores desafios a serem superados por empresas nacionais.

Deve-se ter em conta, nesta análise, que a economia brasileira, desde os anos 1930, teve seu crescimento calcado na articulação do clássico tripé capital privado nacional/estatal/estrangeiro. O capital estatal concentrou-se nas áreas de infraestrutura e insumos básicos; o capital nacional convergiu para as áreas agrícola, bancária e comercial e as indústrias “leves”; e o capital estrangeiro manteve-se centrado em bens de consumo com maior conteúdo tecnológico (SIFFERT FILHO, 1998). Mesmo que o crescimento possa ter ocorrido com maior velocidade em um ou outro período, há a configuração de um longo ciclo de crescimento entre os anos 1930 e o início dos anos 1980, o que permitiu a montagem de um parque industrial diversificado e relativamente moderno. Nesse cenário, predominavam grandes empresas estatais atendendo ao seu controlador (governo), empresas privadas com controle familiar e filiais de empresas estrangeiras – todas, ainda que com *performance* diferenciada, inseridas em uma economia com o processo concorrencial “controlado” (SIFFERT FILHO, 1998; GRÜN, 2003).

Porém, diversas transformações vêm ocorrendo na economia brasileira a partir dos anos 1990. Mudanças estruturais, como a abertura comercial, os novos padrões de consumo e produção, a redefinição do papel do governo e o processo de privatização alteraram o ambiente institucional, trazendo para as empresas novos desafios. A capacidade de adaptação passa a ser fundamental nesse novo processo. Como destaca Siffert Filho (1998), a retirada do Estado do setor industrial e de importantes áreas de serviços descortinou um amplo horizonte de oportunidades para capitais nacionais e estrangeiros, que, aliado à estabilização monetária, com o Plano Real, tornaram a economia nacional mais atrativa, proporcionando a expansão do mercado interno, de maneira especial com relação aos fluxos de capital que retornam à economia brasileira com grande intensidade.

Como consequência desse novo cenário, principalmente devido ao processo de privatização, alterou-se a configuração societária de empresas em diversos setores da economia. Atividades como siderurgia, papel e celulose, fertilizantes, química e petroquímica, transporte ferroviário e mineração, entre outras, que até os anos 1980 eram estatais, passaram a ter novo controle. Siffert Filho (1998) destaca que a empresa familiar nacional encontrou-se (e ainda encontra-se) sob forte pressão, seja pelo lado das dificuldades de se estabelecer uma adequada estrutura de capital, com maior participação de *equity* (recursos não-exigíveis) no financiamento dos investimentos, seja pelas dificuldades inerentes a uma economia com maior exposição aos capitais externos. Deve-se destacar que os processos de fusões, incorporações e aquisições de empresas ocorridos nos últimos anos têm contribuído para mudanças na estrutura de controle de muitas empresas familiares. Dessa forma, novos agentes

ganham relevo enquanto articuladores estratégicos do controle de grandes empresas nacionais: os investidores institucionais, em especial os fundos de pensão e os investidores externos.

A partir do envolvimento e da participação dos novos atores, novas composições societárias são estabelecidas, criando um contexto no qual novas formas de governança corporativa passam a ser necessárias, tornando-se presentes na economia brasileira. Em função desse novo ambiente no contexto das empresas, houve a necessidade da criação e do aperfeiçoamento de normas jurídicas que ordenaram as diversas tendências (reforma da Lei 6.404/1976) e a redefinição das funções de órgãos estatais ou paraestatais (o CADE – Conselho Administrativo de Defesa Econômica – e a CVM – Comissão de Valores Mobiliários), pouco representativos em momentos anteriores (SIFFERT FILHO, 1998; GRÜN, 2003; GORGA, 2004). Destacam-se dentro desse contexto outras iniciativas institucionais, como a da Bovespa (criação do Novo Mercado), a da CVM (cartilha de “Recomendações da CVM sobre governança corporativa”) e a do IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (Código de Melhores Práticas do IBGC) (VIGNA, 2004).

Todas essas iniciativas alteraram os ambientes institucional e legal, representando uma intervenção no cotidiano das organizações e alterando práticas arraigadas em função da cultura empresarial predominante, como cita Siffert Filho (1998), em função das mudanças de natureza societária que experimentam as maiores empresas, com alterações na forma de controle societário das corporações, tendo como acionistas principalmente investidores institucionais, tanto nacionais como estrangeiros.

A estrutura do ambiente institucional é um fator importante na definição e utilização de padrões de governança corporativa, principalmente pelas mudanças que devem ser patrocinadas. Predomina na teoria institucional em organizações o entendimento de que a capacidade de decisão racional dos sistemas é afetada pelas contingências de seu contexto. As organizações estão inseridas em um ambiente constituído por regras, crenças e valores, criados e consolidados por meio da interação social. Nesse sentido, sua sobrevivência depende da capacidade de atendimento das orientações coletivamente compartilhadas. Esse é um dos entendimentos centrais da perspectiva institucional, geralmente aceita explicita ou implicitamente sob o conceito de ambiente institucional, o qual é assim definido como determinante do comportamento organizacional ou, pelo menos, como variável independente com relação a ele (DI MAGGIO e POWELL, 1983; GRÜN, 2003; CRUBELLATE, 2007).

Em alguns países, não há uma legislação única, pois possuem regiões autônomas, com regulamentos regionais e regras não-formais, conduzindo a diferenças nas disposições institucionais e, portanto, na relevância da teoria institucional nas análises de empresas. O Brasil possui um contexto diferente. O ambiente institucional/legal é único para todas as empresas. Tem-se, assim, que ambientes legais melhores adotam melhores mecanismos de governança devido aos aumentos crescentes de incentivos nas empresas (NANKA-BRUCE, 2006).

A adoção dos princípios de governança corporativa é na maioria das vezes dependente de fatores culturais e ideológicos. A teoria da escolha pública, conhecida como economia da política, sugere que grupos de interesse influentes buscam capturar legislações em seu benefício por meio de esforços de *lobby* (GORGA, 2004).

Todas essas iniciativas e mudanças representaram um terreno fértil para as discussões sobre a necessidade da adoção de melhores práticas de governança corporativa. Esta é o conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, facilitando o acesso ao capital e envolvendo, principalmente, transparência, equidade de tratamento dos acionistas e prestação de contas.

Segundo Mahoney (2004), uma boa estrutura de governança corporativa contribui para melhorar o desempenho econômico-financeiro das empresas. Afinal, a natureza da

propriedade e a identidade dos controladores têm efeitos sobre a *performance* das empresas, uma vez que os posicionamentos estratégicos são dependentes dos alinhamentos de interesses entre as partes contratantes. Tratando-se especificamente da melhora do desempenho em função da adoção de práticas de governança corporativa, diversas pesquisas vêm sendo realizadas, destacando-se no Brasil os trabalhos de Silveira e Barros (2006); Leal e Silva (2005); Santos (2002); Carvalho (2003); Silva (2002); Saito e Silveira (2008); Silveira, Barros e Famá (2008); Leal (2004) e Almeida (2001).

GOVERNANÇA CORPORATIVA E DESEMPENHO

As discussões e debates sobre governança têm ocupado um grande espaço no meio acadêmico, seja a análise realizada pela ótica pública ou privada. Da mesma forma, seja no setor governamental ou no privado, o debate não é menos intenso.

Falar de governança remete-nos aos anos 1960, que representam um marco no emprego e utilização do termo. A primeira citação é atribuída a Samuel Huntington, cientista político norte-americano, radicado nas Universidades de Harvard e Yale (ARAÚJO, 2002). Porém, somente após a crise do Estado nos anos 1970 é que esse termo passou a constar com maior frequência nos *papers* da área e a ser encarado como um instrumental analítico importante para a compreensão desse período de transformação que tem ocorrido nos últimos anos, sobretudo da reforma do Estado e de seu aparelho (ARAÚJO, 2002; STREIT e KLERING, 2004). Assim, o que caracterizava a utilização do termo naquele momento era sua aplicação exclusivamente na área pública. Por essa ótica, governança pode ser entendida como algo que indicaria uma ampla estratégia de reforma para reforçar as instituições da sociedade civil e tornar os governos mais abertos, responsáveis, transparentes e democráticos (MEDEIROS e GUIMARÃES, 2005).

Fazendo outro recorte histórico, os anos 1990 marcam a utilização e “popularização” do termo governança corporativa (ANDRADE e ROSSETTI, 2004). O apêndice “corporativa” amplia o conceito, o qual passa a identificar um conjunto de relações mais amplas, presentes nas estruturas administrativas das grandes corporações, representando um conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes relacionadas. A análise das práticas de governança corporativa envolve, principalmente, transparência, equidade de tratamento dos acionistas e prestação de contas.

Os estudos sobre governança corporativa ganharam maior relevância com o surgimento das modernas corporações, sendo que o centro das discussões sempre esteve relacionado à estrutura de propriedade, ao controle e aos conflitos de interesses. O trabalho de Berle e Means nos anos 1930, que é considerado por muitos o marco inicial da governança corporativa, representa a teoria que trata das questões relacionadas ao clássico problema da teoria da agência.

Sobre os direitos de propriedade e teoria dos contratos, Saito e Silveira (2008) citam os estudos de Coase (1937, 1960), Alchian (1965, 1968), Alchian e Demsetz (1972), Preston (1975), Klein (1976), Wilson (1968), Ross (1973) e Heckerman (1975) como trabalhos importantes que ajudaram a sedimentar a linha de pesquisa em governança corporativa. Porém, eles ressaltam a indiscutível importância do trabalho de Jensen e Meckling (1976, 2008), o qual, sob o ponto de vista da economia financeira, é um divisor de águas a partir do qual foram desenvolvidos inúmeros trabalhos empíricos e geradas novas modelagens teóricas. Esse trabalho contribuiu inclusive para a definição do termo governança corporativa como “um conjunto de mecanismos internos e externos, de incentivo e controle, que visam minimizar os custos decorrentes do problema de agência” (p. 79).

O trabalho de Morck, Shleifer e Vishny (2008) complementou o trabalho de Jensen e Meckling (2008), apresentando evidências empíricas relacionadas de que o valor de uma

empresa deve aumentar em função de maior posse de ações por parte dos gestores, considerada uma convergência de interesses entre acionistas e executivos. De acordo com Saito e Silveira (2008), esse trabalho é considerado exemplo metodológico para inúmeros trabalhos empíricos posteriores em governança corporativa.

A literatura recorrente apresenta diferentes formas de estruturas de governança corporativa, nas quais as relações de propriedade e de controle são os fatores e características determinantes. As economias desenvolvidas apresentam dois modelos estilizados (SIFFERT FILHO, 1998): o nipo-germânico, em que o controle das corporações ocorre, principalmente, por meio de mecanismos internos formados por participações cruzadas, com participação do capital bancário, companhias seguradoras e mesmo outras corporações; e o anglo-saxão, cuja característica é a pulverização do controle acionário, sendo externo o mecanismo de controle por meio do mercado de capitais. Nesse último modelo, o preço das ações reflete um julgamento do mercado, por mais subjetivo que venha a ser, com relação às *performances* dos administradores e das empresas que comandam.

No Brasil, o debate sobre governança corporativa pode ser cronologicamente relacionado a meados dos anos 1990. Há características marcantes quando analisamos a governança corporativa no contexto das corporações nacionais. O nosso ambiente institucional, influenciado por uma cultura empresarial pela qual prevaleceu e, em alguns casos, ainda prevalece o controle familiar das empresas, caracteriza uma relação de agência própria, a qual deve ser analisada a partir da expropriação dos acionistas minoritários pelos majoritários.

Há por parte das empresas nacionais uma necessidade de se aderirem a novos padrões de governança corporativa. Os processos de privatizações, fusões e aquisições verificados nos últimos anos impactaram o mapa do controle acionário. Além do mais, muitas das empresas que surgiram se encontraram diante da necessidade de obtenção de capitais, sendo o mercado externo o caminho mais barato. Daí, a necessidade de adesão aos princípios de governança corporativa como forma de atração de investidores. Dentro dessa linha de raciocínio, além da facilidade de acesso às fontes de financiamento e do menor custo de capital, pesquisas realizadas no âmbito acadêmico buscam demonstrar que existe uma relação positiva entre o desempenho e a governança corporativa.

O tema recorrente nas pesquisas sobre governança corporativa é a busca da afirmação que a adoção de práticas de governança corporativa tenha impacto positivo no desempenho da companhia (MAHONEY, 2004). Os estudos de Jensen e Meckling (1976) e de Morck, Shleifer e Vishny (1998) representaram o ponto de partida para a fecunda linha de pesquisa que visa avaliar o impacto da estrutura de propriedade (agência) sobre o valor das companhias. Com base nessas pesquisas, há, no meio acadêmico internacional, diversos estudos com o objetivo de demonstrar se existe relação entre governança corporativa e o valor e o desempenho das empresas (KLAPPER e LOVE, 2004; DURNEV e KIM, 2005; BLACK, JANG e KIM, 2006; BEINER, DROBETZ, SCHIMD e ZIMMERMANN, 2004).

Porém, não há ainda uma comprovação definitiva se de fato existe influência da estrutura de propriedade sobre o valor corporativo. Da mesma forma, não há ainda modelos com fundamentação teórica segura que incluam prescrições para decisões ótimas acerca de termos chaves em governança corporativa, como estrutura de capital e conselho de administração (SAITO e SILVEIRA, 2008).

DESEMPENHO E EFICIÊNCIA

A mensuração do desempenho é uma área fértil para pesquisa em diversas áreas do conhecimento. Muito se tem escrito sobre indicadores de desempenho. Notas, percentuais, quocientes, montantes e multiplicadores são muitas das formas numéricas utilizadas na aferição do desempenho (KASSAI, 2002). Tradicionalmente, o desempenho das empresas é

medido em função dos lucros, preços e taxas de retorno, sendo que a literatura especializada destaca a utilização de índices contábil-financeiros e a valoração das ações no mercado de capitais por meio de diversos modelos financeiros, aplicando técnicas estatísticas para comprovação (GITMAN, 2004; ASSAF NETO, 2005). Dentro dessa ótica, Callado, Callado e Almeida (2006) dizem que, verificando-se a qualidade da *performance* por meio da utilização dos indicadores de desempenho, os gestores podem tomar decisões mais eficientes sobre as estratégias da organização, uma vez que possuem informações específicas para fins gerenciais.

Tem-se, assim, de acordo com Guerreiro (1996), que a avaliação de desempenho empresarial está relacionada à verificação do cumprimento de obrigações por parte dos administradores que gerenciam a empresa. É a busca por mecanismos de determinação da forma como as decisões e ações dos administradores afetaram a empresa. Dessa maneira, as decisões e ações dos administradores devem ser focadas sempre no sentido da maximização do valor da empresa.

Na verificação do desempenho, são utilizados indicadores, por meio da análise das demonstrações contábeis, da combinação desses indicadores com técnicas estatísticas e da utilização de modelos financeiros mais sofisticados. Os indicadores possuem algumas características, entre as quais, segundo Kassai (2002), devem ser observadas:

- **Objetividade:** indicadores subjetivos dificultam a mensuração. Por isso, existe uma preferência por dados quantitativos.
- **Mensurabilidade:** os indicadores devem ser mensuráveis, no sentido de ser possível sua quantificação em alguma escala determinada de valores.
- **Compreensibilidade:** indicadores são utilizados para informar sobre desempenho. De nada adianta, portanto, utilizar medidas que não tenham significado para os gestores.
- **Comparabilidade:** os indicadores devem ser comparáveis entre períodos para a mesma entidade e entre entidades.
- **Custo:** a avaliação deve sempre considerar uma análise custo/benefício. A informação deve, portanto, ter sua utilidade comparada ao custo de obtê-la.

Existem diversos indicadores, métodos ou modelos, que permitem apurar o desempenho econômico-financeiro e, conseqüentemente, o valor de uma empresa. Os índices econômico-financeiros são as medidas mais comumente usadas para avaliar o desempenho de uma empresa. Outras medidas utilizadas são os modelos de avaliação do mercado, que têm grande aceitação na área financeira.

Os índices econômico-financeiros são divididos em grupos de análise em função do aspecto de desempenho a ser analisado. A divisão segue um padrão já tradicional na literatura especializada, fazendo-se uma classificação em quatro grupos: liquidez e atividade; endividamento e estrutura; rentabilidade; e análise de ações. Os indicadores de rentabilidade refletem relações que permitem avaliar o desempenho da empresa em função dos investimentos realizados relacionados ao lucro gerado pela atividade empresarial. Segundo Brigham e Houston (1999), “os índices de rentabilidade mostram os efeitos combinados da liquidez, da gestão de ativos e do endividamento sobre os resultados operacionais” (p. 89). Sintetizando, pode-se dizer que, analisando a rentabilidade, tem-se a medida exata do desempenho econômico-financeiro. Os indicadores de rentabilidade utilizados na avaliação de empresas são: Retorno sobre o Ativo – RSA; Retorno sobre o Investimento – RSI; Retorno sobre o Patrimônio Líquido – RSPL – e Rentabilidade das Vendas – RSV.

Já os indicadores de análise de ações objetivam avaliar os reflexos do desempenho da empresa sobre suas ações. São de grande utilidade para os analistas de mercado e acionistas como parâmetros de apoio às suas decisões de investimentos. Eles fornecem aos administradores uma indicação do que os investidores pensam do desempenho passado da

empresa e de suas perspectivas futuras. De forma idêntica, as cotações de mercado são frequentemente sensíveis aos resultados desses indicadores, podendo-se estabelecer, inclusive, tendências futuras sobre sua maximização (BRIGHAM E HOUSTON, 1999; ASSAF NETO, 2005).

Em se tratando especificamente da governança corporativa, os pesquisadores têm utilizado indicadores contábeis e indicadores de análise de ações, como se pode ver nos trabalhos de Jensen e Meckling (1976), Demsetz e Lehn (1985), Morck, Shleifer e Vishny (1988), Klapper e Love (2004), Durnev e Kim (2005), Black, Jang e Kim (2006), Beiner, Drobetz, Schmid e Zimmermann (2004), Silveira e Barros (2006); Leal e Carvalhal-da-Silva (2005), Santos (2002), Carvalho (2003) e Silva (2002).

Porém, em função da relevância da análise entre governança e desempenho, surgem, na literatura especializada, sugestões para que se estabeleçam medidas alternativas de desempenho, sendo a utilização de análises paramétricas e não-paramétricas uma das propostas (NANKA-BRUCE, 2006). Dessa forma, a utilização de técnicas alternativas de análise do desempenho representa uma contribuição relevante.

Destaca Nanka-Bruce (2006) que a rentabilidade depende de diversos fatores que estão fora do controle direto das empresas e podem não representar uma verdadeira medida do seu desempenho que possa ser atribuído às características específicas delas. A análise não-paramétrica, que não possui uma função de produção predefinida, permite a construção da fronteira de produção baseada em *inputs* e *outputs* similares para uma amostra de empresas, avaliando as empresas em melhores condições. Assim, é possível envolver todos os pontos de dados e analisar os diferenciais produtivos utilizando técnicas de programação matemáticas. Ao contrário da técnica de média-variância, essa medida alternativa de desempenho utiliza um método de ponto extremo, que também apresenta suas vantagens e desvantagens. Com a flexibilidade analítica dessa abordagem, o desempenho relativo da empresa para obter o melhor valor dos seus ativos pode ser apurado. Além disso, existem diversos fatores que afetam o desempenho e que também estão fora da capacidade produtiva das empresas.

APLICAÇÕES

Quando se discute a relação governança corporativa e desempenho, parte-se do pressuposto de que, se por um lado há pesquisas que demonstram que existe uma relação positiva entre governança corporativa e desempenho, por outro lado há questionamentos sobre essa relação. Há ainda uma carência de fundamentação teórica sobre temas chaves da governança corporativa, em especial a relação com o desempenho.

Por exemplo, os resultados encontrados por Almeida (2001) e Almeida e Almeida (2001), ao realizarem um estudo de caso no setor de telecomunicações indicaram que os gestores das empresas do setor de telecomunicações efetivamente percebiam que práticas de governança eram importante ferramenta de criação de valor para seus acionistas. A conclusão da pesquisa foi que a maioria das empresas já se adequava às práticas de governança corporativa selecionadas, mas ainda não era suficiente para afirmar que o setor efetivamente praticava a boa governança corporativa.

Quando da inauguração do novo mercado pela Bovespa, começaram a surgir indagações se o fato de as empresas migrarem para o espaço de negociações implicaria alguma vantagem. Partindo-se do pressuposto de que a migração de empresas do mercado tradicional – o Ibovespa – para os níveis de governança do Novo Mercado constitui uma oportunidade única para estudar como o mercado avalia o compromisso com melhores práticas de governança, detectou-se que o comprometimento com melhores práticas por meio da migração de empresas para o Novo Mercado tem impacto sobre a valoração das ações, aumentando o volume de negociação, de liquidez e reduzindo a sensibilidade do preço das ações a fatores macroeconômicos (Carvalho, 2003).

A estrutura dos conselhos de administração no Brasil é um dos aspectos relevantes no estudo de uma estrutura de governança corporativa. Como consequência da necessidade de adaptação às novas normas e exigências do mercado, muitas empresas já adotaram a figura do conselheiro externo, havendo também a separação das figuras do Presidente do Conselho e do Presidente da Empresa. Um exemplo foi a análise da configuração dos atributos do conselho das empresas brasileiras e a influência destes nos papéis e nas responsabilidades dos conselheiros (MARTINS, 2004). Alguns dados importantes foram encontrados. Os conselheiros e diretores representam, geralmente, o acionista majoritário, sendo que o fluxo de informações entre os conselheiros ocorre somente quando há a reunião do conselho, havendo limites entre os conselheiros e os diretores (os conselheiros não interferem no dia-a-dia das operações da empresa). Um aspecto importante observado é que o conselho toma as decisões por meio de consenso, e não pelo voto ou por meio de discussões francas. Esse é um aspecto que acreditamos que limita o debate e a definição de decisões importantes para a empresa. Como consequência, e talvez até para facilitar essa forma de atuação, os trabalhos dos conselhos quase nunca são avaliados. Atrelada diretamente a esse aspecto há uma tendência em privilegiar o papel de controle em detrimento do estratégico e do institucional. Porém, na visão dos conselhos, o papel que eles desempenham nas empresas tem agregado valor, e o acionista aparece sempre como a prioridade dessa criação de valor.

Na mesma linha de pesquisa, um outro exemplo foi a análise da existência de relação entre a independência do conselho de administração e o desempenho da empresa brasileira a partir da análise da estrutura dos conselhos e de indicadores de crescimento e de lucratividade das empresas (SANTOS, 2002). Os resultados encontrados não apresentaram relação entre a independência do conselho de administração e o desempenho das empresas. Isso porque se, de um lado, os conselheiros independentes contribuem para o desempenho da empresa nas atividades de monitoramento dos gestores, de outro, os conselheiros internos possuem grande conhecimento dos processos internos e dos negócios da empresa. Também não foi possível identificar uma estrutura de conselho ideal ou adequada à realidade brasileira e capaz de melhorar o desempenho das empresas.

Como já visto neste artigo, a estrutura de propriedade e o controle são alguns dos fatores-chaves no estudo da governança corporativa. Busca-se normalmente demonstrar a influência da estrutura de controle e propriedade no desempenho. Dentro dessa vertente, Silva (2002) buscou verificar a relação da estrutura de controle e propriedade de empresas brasileiras e seus efeitos no valor de mercado, estrutura de capital e *payout* das companhias. Os resultados dos testes revelaram que há relação entre estrutura de controle/propriedade e valor de mercado das empresas brasileiras. Também se concluiu que há relação entre estrutura de controle e propriedade e valor de mercado, estrutura de capital e *payout* das empresas brasileiras.

Okimura (2003), utilizando base conceitual semelhante, pesquisou a relação entre o valor de mercado e o desempenho das empresas brasileiras privadas não-financeiras de capital e a sua estrutura de propriedade e controle, analisando quatro variáveis de estrutura de propriedade: (1) concentração de votos do acionista controlador, (2) concentração de capital do acionista controlador, (3) excesso de votos do acionista controlador e (4) tipo de acionista controlador. Em linhas gerais, o autor considerou que a relação entre estrutura de propriedade e controle e valor difere da relação entre estrutura de propriedade e controle e desempenho operacional. A primeira relação torna-se mais evidente quando se considera a percepção do mercado e dos investidores, ou seja, a relação com o valor da empresa é mais significativa.

Partindo-se da hipótese de que os mecanismos de governança afetam o desempenho das empresas, esses mecanismos podem ser exógenos e exercer influência sobre o valor de mercado e a rentabilidade das companhias abertas no Brasil (SILVEIRA, 2004). Assim, ao se investigar os determinantes da concentração da estrutura de propriedade, desempenho da

empresa e outras variáveis, constatou-se que quanto maior o poder do acionista controlador, em termos de direito de voto e em termos de disparidade entre direito de voto e direito sobre o fluxo de caixa, pior a qualidade da governança. Para o determinante “desempenho da empresa”, os resultados apontaram relação positiva com o nível de segurança da governança, embora estudos anteriores avaliassem de forma inversa, ou seja, a influência da governança sobre o desempenho da empresa. Quanto ao terceiro determinante, agregou-se em “outras variáveis”: tamanho da empresa, oportunidades futuras de crescimento, natureza da operação, emissão de ADRs, adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa, identidade do acionista controlador, índice de *payout* e setor de atuação. Por essas variáveis, constatou-se que empresas maiores, por disporem de mais recursos e/ou pela necessidade de atenuarem custos de agência decorrentes do fluxo de caixa livre, e com ADRs negociadas, visando proteção ao investidor, apresentam, em média, melhor governança corporativa.

Outra investigação foi relacionada aos determinantes da concentração da propriedade, isto é, os fatores que fazem com que o acionista controlador detenha um percentual maior de ações nas companhias abertas. Nesse ponto, não houve resultados de significância dos determinantes da estrutura de propriedade, uma vez que as variáveis de concentração da propriedade não parecem ser determinadas endogenamente por outras variáveis corporativas. Por fim, foi investigada a relação entre governança e desempenho por meio de diferentes abordagens econométricas. O resultado não confirmou a existência de impacto positivo entre qualidade de governança, a qual foi aproximada pelo índice de governança satisfatório, sobre o valor e a rentabilidade das empresas.

Tem-se que a relação entre estrutura de propriedade, controle e valor de mercado é diferente da relação entre estrutura de propriedade, controle e desempenho operacional, uma vez que os resultados de diferentes estudos apontam que a primeira relação é mais evidente, ou seja, a relação com o valor é mais significativa.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

A cultura e o ambiente institucional podem ser considerados variáveis importantes quando se analisa a estrutura de governança das empresas. De acordo com Nanka-Bruce (2006), o ambiente institucional (que mede o grau de proteção dos investidores) importa, sim, na análise da governança e, dependendo de fatores políticos e socioculturais, diversos países relatam diferentes efeitos da governança corporativa sobre o valor da empresa.

As taxas de governança variam mais em estudos de múltiplos países do que em estudos de um único país. Em países que possuem regiões autônomas, regulamentos regionais e regras não-formais conduzem a diferenças nas disposições institucionais e, portanto, na relevância da teoria institucional nas análises de empresas. Ambientes legais melhores adotam melhores mecanismos de governança devido aos aumentos crescentes de incentivos nas empresas (STULZ, KAROLYI e DOIDGE, 2004, citados por NANKA-BRUCE, 2006).

Analisar se a governança corporativa impacta de forma positiva o desempenho das empresas ainda é um inigualável interesse no domínio da governança corporativa. Não há certeza e provas absolutas de que essa relação exista. De acordo com Saito e Silveira (2008), admite-se que futuros trabalhos têm que ter como objetivo buscar descobrir como os custos de agência se manifestam, qual sua relevância econômica e quais são os melhores mecanismos para mitigá-los. Destacam também que a utilização de novas formas para medir o desempenho e mensurar sua relação com a governança corporativa é um caminho a ser seguido.

Eles têm, portanto, um vasto campo para futuras pesquisas sobre governança corporativa e valor de mercado e sobre governança corporativa e desempenho, esperando-se que apontem tal diferenciação na declaração do problema de pesquisa e visando clarear o enfoque de investigação.

O Centro de Estudos em Governança Corporativa – CEG – da FIPECAFI (USP) definiu diversas propostas de pesquisas, entre as quais destacamos as seguintes: governança corporativa e desempenho/valor das empresas, métodos econométricos aplicados às inferências de causalidade em governança corporativa, avaliação do nível de independência e efetividade dos conselhos de administração brasileiros.

BIBLIOGRAFIA

ALMEIDA, F. G. de. **Governança Corporativa no Brasil** – Criação de Valor com Base na Gestão Corporativa – Um Estudo de Caso no Setor de Telecomunicações. 2001. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas)-Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2001.

ALMEIDA, F. G. de; ALMEIDA, L. C. de. A governança corporativa no Brasil: um Estudo de Caso no Setor de Telecomunicações. **Revista da CVM**, São Paulo: 2001. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 28 maio 2003.

ANDRADE, A.; ROSSETTI, P. **Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. São Paulo: Atlas, 2004.

ARAÚJO, V. de. **A conceituação de governabilidade e governança, da sua relação entre si e com o conjunto da reforma do Estado e do seu aparelho**. Brasília: ENAP, 2002. (Texto para discussão).

ASSAF NETO, A. **Finanças Corporativas e Valor**. São Paulo: Atlas, 2005.

BEINER, S.; DROBETZ, W.; SCHIMD, M.; ZIMMERMANN, H. An Integrated framework of corporate governance and firm valuation – Evidence from Switzerland. **ECGI finance working paper** n. 34, 2004. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=489322>>. Acesso em: 29 nov. 2008.

BLACK, B.; JANG, H.; KIM, W. Does corporate governance predict firms' market values? Evidence from Korea. **Journal of Law, Economics, and Organization**, v. 22, n. 2, p. 366 - 413, Fall 2006.

BRIGHAM, E. F.; HOUSTON, J. F. **Fundamentos da Moderna Administração Financeira**. Tradução Maria Imilda da Costa e Silva. Rio de Janeiro: Campus, 1999.

CALLADO, A. A. C.; CALLADO, A. L. C.; ALMEIDA, M. A. Indicadores de Desempenho não-Financeiros no Agronegócio: um estudo exploratório. **Sociedade Brasileira de Economia e Sociologia Rural**, 44, 2006. Anais do XLIV SOBER. Fortaleza: SOBER, 2006. 1 CD.

CAMERA, F.; ARAÚJO, L. C. G. de. Análise dos Aspectos Teóricos relacionados à Governança Corporativa que podem contribuir para a Sobrevivência das Pequenas e Médias Empresas Familiares Brasileiras. In: ENCONTRO BRASILEIRO DE ESTUDOS ORGANIZACIONAIS DA ANPAD, 5., Belo Horizonte, 2008. **Anais...** Belo Horizonte, 2008.

CARVALHO, A. G. de. Governança corporativa no Brasil em perspectiva. **Revista de Administração**, São Paulo, v. 37, n. 3, p. 19-32, jul./set. 2002.

_____. Efeitos da migração para os níveis de governança da Bovespa. **Trabalho preparado para a Bovespa**. Disponível em: <<http://www.usp.br>>. Acesso em: 20 jun. 2003.

CRUBELLATE, J. M. Três contribuições conceituais neofuncionalistas à teoria institucional em organizações. **Revista de Administração Contemporânea** (online), Curitiba, v. 11, n. especial 1, p. 199-222, 2007.

DEMSETZ, H.; LEHN, K. The structure of corporate ownership: causes and consequences. **Journal of Political Economy**, Amsterdã, v. 93, n. 6, p. 1155-1177, Dec. 1985.

DI MAGGIO, P.; POWELL, W. The iron cage revisited: institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields. **American Sociological Review**, Washington, n. 48, p. 147-160, 1983.

- DURNEV, A.; KIM, E. H. To Steal or Not to Steal: Firm Attributes, Legal Environment, and Valuation. **The Journal of Finance**, Cambridge, v. 60, n. 3, p. 1461-1493, 2005.
- FAMA, E. F. Agency problems and the theory of the firm. **Journal of Political Economy**, Amsterdã, v. 88, n. 2, p. 288-307, 1980.
- GITMAN, L.J. **Princípios de Administração Financeira**. 10. ed. São Paulo: Addison Wesley, 2004.
- GORGA, E. A cultura brasileira como fator determinante na governança corporativa e no desenvolvimento do mercado de capitais. **Revista de Administração**, São Paulo, v. 39, n. 4, p. 309-326, 2004.
- GRÜN, R. Atores e ações na construção da governança corporativa brasileira. **Revista Brasileira de Ciências Sociais** (online), São Paulo, v. 18, n. 52, p. 139-161, 2003.
- GUERREIRO, R. **A meta da empresa: seu alcance sem mistérios**. São Paulo: Atlas, 1996.
- JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, Amsterdã, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.
- _____. Teoria da firma: comportamento dos administradores, custos de agência e estrutura de propriedade. **Revista de Administração de Empresas**, São Paulo, v. 48, n. 2, p. 87-125, 2008.
- KASSAI, S. **Utilização da análise por envoltória de dados (DEA) na análise de demonstrações contábeis**. 318 f. 2002. Tese (Doutorado em Contabilidade e Controladoria)-Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002.
- KLAPPER, L. F.; LOVE, I. Corporate Governance, Investor Protection, and Performance in Emerging Markets. **Journal of Corporate Finance**, Amsterdã, v. 10, n. 5, p. 703-728, Nov. 2004.
- LEAL, R. P. C. Governance practices and corporate value: a recent literature survey. **Revista de Administração**, São Paulo, v. 39, n. 4, p. 327-337, 2004.
- _____; SILVA, A. L. C. Corporate governance and value in Brazil (and in Chile). **Inter-American Development Bank, Latin American Research Network, Research Network Working Paper**. 2005. Disponível em: <http://www.iadb.org/res/pub_desc.cfm?pub_id=R-514>. Acesso em: 6 nov. 2008.
- MAHONEY, W. F. Governança: o mais novo determinante de valor. **Relações com Investidores**, São Paulo, n. 77, p. 12- 14, 2004.
- MARTINS, Henrique Cordeiro. **Governança corporativa em cenários de mudanças: evidências empíricas das alterações dos atributos, papéis e responsabilidades do conselho de administração das empresas brasileiras**. 2004. Tese (Doutorado em Administração)-Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2004.
- MEDEIROS, P. H. R.; GUIMARÃES, T. de A. Contribuições do governo eletrônico para a reforma administrativa e a governança no Brasil. **Revista do Serviço Público**, Brasília, v. 56, n. 4, p. 449-664, out./dez. 2005. Disponível em: <www.enap.gov.br>. Acesso em: 3 jun. 2007.
- MORCK, R.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Management ownership and market valuation: an empirical analysis. **Journal of Financial Economics**, Amsterdã, v. 20, n.1-2, p. 293-315, 1988.
- _____. Participação acionária da administração e valoração no mercado: uma análise empírica. **Revista de Administração de Empresas**, São Paulo, v. 48, n. 2, p. 126-143, 2008.
- MOTTA, F. C.; CALDAS, M. P. **Cultura organizacional e cultura brasileira**. São Paulo: Atlas, 1997.
- NANKA-BRUCE, D. **Corporate governance, capacity utilization and growth**. Proyecto de Tesis Doctoral. Universitat Autònoma de Barcelona. Departament D'economia de L'empresa. 2006. Disponível em:

<selene.uab.es/edp/documents/Projecte_Tesi_Douglas_NankaBruce.pdf->. Acesso em: 11 set. 2008.

OKIMURA, Rodrigo Takashi. **Estrutura de propriedade, governança corporativa, valor e desempenho das empresas no Brasil**. 2003. Dissertação (Mestrado em Administração)-Universidade de São Paulo, São Paulo, 2003.

PEREIRA, P. T. **A Teoria da Escolha Pública (*Public Choice*): uma abordagem neoliberal?** 1997. Documento em PDF. Disponível em: <www.iseg.utl.pt/docentes/ptcp/>. Acesso em: 26 nov. 2008.

SAITO, R.; SILVEIRA, A. Di M. Governança corporativa: custos de agência e estrutura de propriedade. **Revista de Administração de Empresas**, São Paulo, v. 48, n. 2, p. 79-86, 2008.

SANTOS, G. Z dos. **Independência do conselho de administração e sua relação com o desempenho da empresa**. 2002. Dissertação (Mestrado em Administração)-Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2002.

SIFFERT FILHO, N. Governança corporativa: padrões internacionais e evidências empíricas no Brasil nos anos 90. **Revista do BNDES**, n.9, 1998.

SILVA, A. L. C. da. **A influência da estrutura de controle e propriedade no valor, estrutura de capital e política de dividendos das empresas brasileiras**. 2002. Tese (Doutorado em Administração)-Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2002.

SILVEIRA, A. Di M. da. **Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil**. 2004. Tese (Doutorado em Administração) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

_____. BARROS, L. A. B. **Corporate Governance Quality and Firm Value in Brazil**. 2006. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=923310>. Acesso em: 6 nov. 2008.

SILVEIRA, A. Di M. da; BARROS, L. A. B. de; FAMÁ, R. **Atributos corporativos e concentração acionária no Brasil**. *Revista de Administração de Empresas*, São Paulo, v. 48, n. 2, p. 51-66, 2008.

STREIT, R. E.; KLERING, L. R. Governança Pública sob a perspectiva dos sistemas complexos. In: ENCONTRO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 28, 2004, Curitiba. **Anais...** Curitiba: ANPAD, 2004.

VIGNA, M. DEL. A governança no Brasil vai bem, obrigado. **Relações com Investidores**, São Paulo, n. 77, p. 10-11, 2004.

SITE CONSULTADO

<http://www.ceg.org.br>. Acesso em: 27 nov. 2008.