

Área Temática: Governança Corporativa

Comparação entre o nível de governança corporativa da empresa e o seu desempenho econômico-financeiro – o caso das empresas listadas na bolsa de valores de São Paulo (BOVESPA)

AUTORES

ROSILENE MARCON

Universidade do Vale do Itajaí
rmarcon@univali.br

SÉRGIO J SCHMITZ JUNIOR

Universidade do Vale do Itajaí
financeiro.sergio@gmail.com

RESUMO

Este estudo investiga a relação da governança corporativa no mercado de capitais brasileiro, em comparação com o nível de concentração acionária das empresas de capital aberto, com ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo. É importante que as empresas desenvolvam a consciência da prática da boa governança corporativa, exercendo boas relações com seus *stakeholders*. Para tanto, muitas pesquisas estão sendo realizadas no intuito de aprimorar e introduzir o conceito de governança corporativa no meio organizacional e acadêmico, visando a expansão do significado do tema, tornando-o cada vez mais atrativo às pesquisas de foro científico. Através destas condicionantes buscou-se analisar a influência da concentração acionária das empresas na sua performance. O período selecionado para esta análise foi de 1995 a 2003, analisando os indicadores econômico-financeiros e de mercado. As empresas foram divididas em quatro sub-grupos, de 0 a 25%, de 26 a 50%, de 51 a 75 e 76 a 100% conforme a concentração acionária das mesmas. Estes grupos foram comparados com base nas performances, médias alcançadas no período. Os resultados sugerem uma performance superior das empresas com menor concentração acionária (de 0 a 25%), para todos os índices analisados no estudo.

ABSTRACT

This study investigates the relationship of the corporate governance in the Brazilian market of capitals, in comparison with the level of stock concentration of the companies of open capital, with actions negotiated in the stock exchange of São Paulo. Through these condicionantes it was looked for to analyze the existence or it influences of the stock concentration of the companies, in relation to his performance in the market. The period selected for this analysis was from 1995 to 2003, analyzing the economical-financial indicators and of market. The companies were divided in four sub-groups, from 0 to 25%, from 26 to 50%, from 51 to 75 and 76 to 100% according to the stock concentration of the same ones. These groups were compared with base in the performances, averages reached in the period. The results suggest a superior performance of the companies with smaller stock concentration (from 0 to 25%), for all of the indexes analyzed in the study.

Palavras - chave: Governança Corporativa; Concentração acionária; Performance

INTRODUÇÃO

Nos últimos anos, vem-se discutindo a necessidade das corporações adotarem práticas para a melhoria da gestão da organização, buscando fortalecer sua relação com os acionistas (*shareholders*) e as outras partes interessadas (*stakeholders*), adotando assim as práticas de governança corporativa.

Tais práticas de governança corporativa começaram a ter maior importância devido aos grandes escândalos financeiros em corporações nos EUA e Itália. Estes escândalos demonstram a necessidade de serem adotadas novas práticas de gestão corporativa, buscando maior transparência e credibilidade junto ao mercado financeiro e seus participantes.

No Brasil este tema passou a ser discutido a partir de 27 de novembro de 1995, com a criação do Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração (IBCA), porém apenas com o foco de discutir as melhores práticas para os conselhos de administração (STEINBERG, 2003, p.109). Mas com a criação do Instituto começou-se a perceber que não só as questões relacionadas aos conselhos de administração tinham importância, posto que começaram a tratar de tópicos muito mais amplos. Já em 1999 com a mudança do Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração para Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), as questões pertinentes aos conselhos de administração foram ampliadas, passando a envolver problemas relacionados aos conselhos fiscais, auditorias independentes, diretor-presidente (CEOs) e acionistas.

No mercado de capitais brasileiro as empresas passaram a adotar as práticas de governança corporativa recentemente, buscando uma maior profissionalização do conselho de administração, melhorando as questões junto aos acionistas, sendo estes majoritários ou minoritários, criando os conselhos fiscais, as auditorias independentes e outros.

Silva define que os estudos relacionados a governança corporativa e o valor da empresa são maioria, partindo da premissa de que o executivo tem por responsabilidade adicionar valor para o acionista (2002, p.5).

Para as empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), tais mudanças começaram ser exploradas em dezembro de 2000, com a criação do Novo Mercado e os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa 1 e 2, sendo novos segmentos de listagem para as empresas buscarem a adoção das práticas de governança, propiciando um melhor ambiente de negociação, aumentando o interesse dos investidores e conseqüentemente gerando uma valorização da companhia.

PROLEMA DE PESQUISA E OBJETIVO

Analisar a relação entre os desempenhos econômicos, financeiros e de mercado das empresas brasileiras listadas na Bovespa, e o nível de concentração acionária.

Os objetivos relacionados ao problema são definidos da seguinte forma:

- Verificar a adoção das práticas de governança corporativa pelas companhias listadas na Bolsa de Valores de São Paulo;
- Identificar o nível de concentração de ações ordinárias nas empresas brasileiras de capital aberto;
- Determinar os índices de desempenho econômico, financeiro e de mercado das companhias listadas na Bovespa;
- Destacar os principais critérios de governança corporativa;

GOVERNANÇA CORPORATIVA

Com as mudanças constantes que ocorreram nos mercados mundiais na década de 80, as companhias passaram a buscar ou criar sistemas de monitoramento tanto interno como externo para garantir que as decisões corporativas possam assegurar melhor opção de investimentos para seus investidores.

Com um maior número de companhia optando pela emissão de ações, possibilitando a separação da propriedade e controle entre acionistas e gestores, fazendo com que houvesse a necessidade da criação de mecanismos que confrontassem os interesses dos gestores e acionistas, fazendo com que os gestores busquem agir no melhor interesse de todos os acionistas, sendo entendido como a maximização da riqueza a partir dos investimentos (SILVEIRA, 2002, p.1).

Em outras palavras, com a criação de mecanismos de monitoramento das companhias, muitos quesitos foram abordados, e um ponto fundamental foi o alinhamento dos interesses entre gestores e acionistas. Em relação às companhias, a questão preocupante é o potencial de expropriação relacionado ao esforço na tomada de decisões, sendo este atribuído ao que alguns autores citam como falta de alinhamento entre acionistas e gestores, ou de custos de agência e outros como conflito de interesses (MONACO, 2000, p.56).

Dentro desta perspectiva do problema de agência a governança corporativa vem sendo muito discutida nos últimos tempos, principalmente nos Estados Unidos e no Reino Unido, onde os investidores institucionais estão, cada vez mais, sendo os responsáveis pelo financiamento das empresas (LETHBRIDGE, 2004).

Muitas definições de governança corporativa surgiram, mas uma definição próxima à visão do problema de agência seria um sistema de restrições que os gestores aplicam sobre si próprios ou que os acionistas aplicam sobre os gestores, de forma a reduzir a má aplicação de recursos *ex-post* e motivar os acionistas a investirem mais recursos *ex-ante*, Shleifer e Vishny (1997 p. 743 *apud* SILVEIRA, 2002, p. 16).

Para Almeida, Almeida e Ness Jr, governança corporativa pode ser um conjunto de práticas onde se busca minimizar os conflitos entre todos os envolvidos (agentes), visando aumentar o valor da empresa, possibilitando assim um retorno maior para seus acionistas.(2001, P.5)

Os sistemas de governança corporativa mais desenvolvidos, como dos Estados Unidos, Reino Unido, Alemanha e Japão têm diversas características de proteção legal aos investidores e níveis de concentração da propriedade diferenciados (SILVEIRA, 2002, p. 29).

Conforme Silveira (2002, p.30) se sabe que as instituições financeiras e legais dos países afetam de maneira decisiva o sistema de governança adotado pelas empresas: definindo papel fundamental do Estado na atuação das mudanças na estrutura de governança corporativa das empresas, modificando o ambiente institucional possibilitando maior proteção legal aos investidores e o desenvolvimento do mercado de capitais.

Por diversos motivos os sistemas de governança corporativa incorporado pelas companhias, serão influenciados pelo ambiente institucional, no qual estiverem inseridos. Tendo o Estado influência direta no modelo de governança corporativa das companhias, dentro diferenças entre os sistemas de governança de país para país (SILVEIRA, 2002, p. 18).

GOVERNANÇA CORPORATIVA NOS ESTADOS UNIDOS

Com as mudanças que começaram a surgir na década de 80, os investidores institucionais passaram a buscar maior transparência na administração das empresas na qual

possuíam investimentos. Conforme Silveira (2002, p.20), uma das medidas iniciais adotada pelo *Calpers* foi a seguinte: atuar decisivamente na criação, em 1985, do Conselho dos investidores Institucionais (*CII – Council of Institutional Investors*), uma associação com o objetivo de cuidar dos interesses dos investidores institucionais e que atuou como importante organismo de lobby para alterar a legislação americana, de forma a melhor resguardar os interesses dos acionistas.

Segundo Calrsson (2001, p.29 *apud* SILVEIRA, 2002, p.20) o programa de governança corporativa do *Calpers* teve três etapas sobrepostas que, de uma forma geral retratam o desenvolvimento do tema governança corporativa nos Estados Unidos:

- abuso de poder dos gestores;
- direitos gerais dos acionistas;
- criação de valor e o papel do conselho.

Devido às fortes pressões que os investidores institucionais, promoveram nos Estados Unidos, com a atuação do fundo de pensão *Calpers* (*Califórnia Public Employees Retirement System*) tendo iniciado o movimento de governança corporativa nos EUA. Silveira (2002, p.21) lembra que mesmo iniciado o movimento, o *Calpers* não mudou sozinho o contexto da governança nos EUA. Contou com participação de outras organizações como, *Council of Institutional Investors* (*CII*), o *Institutional Shareholder Services* (*ISS*) e o *Teachers' Insurance and Annuity Association – College Retirement Equities Fund* (*TIAA-CREF*). Estas instituições desempenharam papéis importantes, criando seus próprios códigos de governança corporativa, onde as empresas adotariam todas as regras que eram determinadas pelos mesmos.

Para Lodi (2000, p.35) a era da governança corporativa começou em 1992, quando foi derrubado Robert Stempel, presidente da General Motors (GM) e de seu Conselho de Administração.

Conforme pesquisa realizada em 1994 pelo *Calpers* com as 300 maiores companhias dos EUA, mostrou que mais da metade estava desenvolvendo, ou já havia desenvolvido, diretriz de governança corporativa (SILVEIRA, 2002, p.21).

Hoje se sabe que os investidores institucionais (fundos de pensão), possuem nos EUA, cerca de US\$ 19 trilhões para investimentos, e que só o fundo de pensão *Calpers* soma em ativos US\$ 138 bilhões, mostrando o poder de investimentos disponíveis por estes investidores junto ao mercado (ABAMEC, 2003, p.19).

Com todas as mudanças impostas pelos investidores institucionais (fundos de pensão) no mercado norte-americano durante a década de 80 e 90 e devido importância do mercado financeiro do país, estes investidores possuem uma enorme fonte de recurso para o financiamento das companhias no mundo inteiro. Com isso foi possível disseminar e pressionar as companhias a adotarem as práticas e normas da boa governança corporativa (LETHBRIDGE, 2004).

Conforme Okimura (2003, p.26) o modelo de governança corporativa existente nos Estados Unidos, o Anglo-Saxão que se define em ambiente onde a propriedade das companhias esta pulverizada (vários acionistas) com pouco poder individual devido á pequena parcela de propriedade. Mas este modelo esta protegido por um mercado acionário com alta liquidez e uma forte proteção legal aos acionistas minoritários.

Na mesma linha, buscando aumentar a confiança do investidor norte-americano no mercado de capitais, após os recentes escândalos contábeis que abalaram a economia norte-americana, em 30 de julho de 2002 o governo decide sancionar a lei *Sarbanes-Oxley Act*, que

levou o nome de seus idealizadores, Paul Sarbanes e Michael Oxley, acaba com o sistema de auto-regulação do mercado, definindo uma lei mais rígida para as companhias que optarem negociar suas ações na Bolsa dos Estados Unidos (MUNDO CORPORATIVO, 2003, p.24).

Mesmo sendo uma questão muito difícil definir o modelo anglo-saxão como um modelo ideal, deve-se ressaltar a fundamental importância do mercado norte-americano como financiador para as empresas de todo o mundo, tendo seus investidores institucionais uma atuação muito importante para disseminação dos padrões de governança corporativa em todo o mundo (LETHBRIDGE, 2004).

GOVERNANÇA CORPORATIVA NO REINO UNIDO

Na Inglaterra, a governança corporativa passou a ser discutida em 1991 com a criação da Comissão Cadbury, sendo supervisionada por Sir Adrian Cadbury, na época o *Chairman* do Comitê de Assuntos Financeiros do Conselho de Administração, do Banco da Inglaterra. Conforme Lodi (2000, p.55) “em dezembro de 1992, foi divulgado o Relatório Cadbury, inspirando-se na prática do mercado de capitais norte-americano [...]”. Para Carlsson (2001 *apud* SILVEIRA, 2002, p.21) “o relatório Cadbury, publicado em dezembro de 1992 foi o que constituiu o marco inicial do movimento da governança corporativa no país, intitulado *The Financial Aspects of Corporate Governance*”.

Mesmo tendo feito mudanças significativas e estruturais no mercado de capitais britânico, o Comitê *Cadbury* não abordou algumas questões importantes, como a remuneração dos executivos e conselheiros (SILVEIRA, 2002, p.22). Em 1995 foi criado o Comitê *Greenbury* patrocinado por diversos órgãos reguladores do mercado entre eles a Bolsa de Valores de Londres, o Institute of Directors e a Confederação de Indústrias Britânica, definindo principalmente a remuneração dos executivos e conselheiros.

Na mesma concepção foi criado em 1995 o Relatório *Hampel*, que analisou os outros relatórios e entre outros temas definiu a principal função do Conselho de Administração. Conforme Silveira (2002, p.22) “o comitê *Hampel*, definiu governança corporativa dentro de uma dupla perspectiva, de responsabilidade e prosperidade do negócio”. O relatório *Hampel* foi publicado em julho de 1998, com o nome de *Combined Code*, sendo este código uma das exigências da Bolsa de Londres para listagem das companhias (STEINBERG, 2003, p.50).

GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL

No Brasil, o tema governança corporativa passou a ter forte impacto no mercado com a criação do IBGC-Instituto Brasileiro de Governança Corporativa em 1999, onde passou a se discutir as questões pertinentes à gestão empresarial das companhias abertas, listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA).

Com as privatizações e a abertura do mercado ocorridas na década de 90, o mercado brasileiro passou por mudanças na estrutura das organizações tendo uma participação maior de capital estrangeiro nas empresas nacionais (estatais e familiares), ou seja, mudou-se a cultura existente no mercado brasileiro que muitas empresas compartilhavam de que não deveriam buscar sócios, para seu negócio (STEINBERG, 2003, p.124).

Segundo Silveira (2002, p. 33) a abertura da economia na década de 90, acabou gerando um aumento da competitividade, dificultando a obtenção de financiamento estatal. Aumentando a necessidade de acesso aos mercados de capitais nacionais e internacionais, fazendo com que as companhias adotassem práticas de governança corporativa.

Buscando seguir as mudanças do mercado de capitais, proporcionadas pelos agentes de mercado e as alterações na legislação, a CVM-Comissão de Valores Mobiliários divulgou em 2002 uma cartilha de recomendações sobre as práticas de governança corporativa nas

companhias de capital aberto, devem ser adotadas mesmo que não sejam passíveis de punição pela CVM (OKIMURA, 2003, p.40).

Conforme Steiberg (2003, p. 72) buscando seguir as mudanças no comportamento e fazer com que houvesse maior participação das companhias nas práticas de governança corporativa, o BNDES criou em 2002 o Programa de Incentivo à Adoção de Práticas de Governança Corporativa, permitindo as empresas ampliar suas fontes de recursos com redução dos custos de captação dos empréstimos.

O programa proposto pelo BNDES para que as companhias pudessem utilizar estas linhas de crédito seria dividido em quatro sistemas (STEINBERG, 2003, P. 72):

- Pacote Bronze, com a companhia podendo ampliar o prazo de amortização de um ano e 10% de participação do BNDES no financiamento;
- Pacote Prata, aumento de dois anos na amortização e 20% de participação do BNDES no financiamento;
- Pacote Ouro, aumento de três anos na amortização, 25% de participação do BNDES e diminuição de 0,50% no custo de captação;
- Pacote Platina, aumento de três anos na amortização, 25% de participação do BNDES e diminuição de 0,70% no custo de captação.

Para utilizar os pacotes ou benefícios propostos pelo BNDES, as companhias deveriam adotar um conjunto de práticas e que cada pacote teria suas características de avaliação fiscalizadas por agentes cadastrados na CVM (STEINBERG, 2003, p.73).

Segundo Steinberg (2003, p. 144) o código das melhores práticas de governança corporativa, abrange principalmente seis tópicos e não substitui as leis ou regulamentos do país. Sua aplicação é voluntária, pelas companhias que buscam melhores resultados e facilidades na captação de recursos, os tópicos abordados pelo código são: Propriedade; Conselho de Administração; Gestão; Auditoria independente; Conselho Fiscal; Ética e Conflito de Interesses.

Conforme Okimura (2003, p.40) mudanças propostas pelos agentes reguladores do ambiente institucional, como a criação do Novo mercado e dos Níveis Diferenciados da Bovespa, a criação da Cartilha CVM e do Código do IBGC, o mercado brasileiro, esta tendo duas características, as políticas de estrutura de propriedades das companhias de capital aberto, sendo as seguintes:

- diminuir ou acabar com a emissão de ações preferências sem direito a voto, criando paridade uma ação um voto;
- possibilitar a pulverização acionária das companhias de capital aberto, pelo menos um nível mínimo de parcela das ações emitidas.

Mesmo com a forte atuação dos agentes reguladores do mercado, com a divulgação das melhores práticas de governança corporativa, uma pesquisa realizada pelo IBGC (2001) e pelas consultorias internacionais MCKINSEY & COMPANY, KORN/FERRY INTERNATIONAL (2001), foi possível traçar um modelo geral de governança corporativa das empresas brasileiras listadas na bolsa, com as seguintes características:

- alto índice de emissão de ações preferenciais (sem direito a voto) e concentração das ações ordinárias (com direito a voto);
- acionistas minoritários com baixo nível de participação e sem reconhecimento total dos seus interesses;

- pouca procura por conselheiros externos, sendo maioria dos conselheiros internos e estruturas informais;
- alta sobreposição entre propriedade e gestão executiva, sendo os representantes do conselho defensores do interesse dos acionistas controladores;
- remuneração dos conselheiros profissionais, como fator de pouca importância;
- pouca clareza na divisão dos papéis do conselho de administração e da gestão executiva, principalmente nas empresas familiares.

Segundo Silveira (2002, p. 31) a forte concentração das ações com direito a voto é característica fundamental do modelo de governança atual das companhias abertas brasileiras. Conforme estudos feitos no Brasil os acionistas controladores, possuem cerca de 88% das ações ordinárias (com direito a voto) emitidas (MONACO, 2000, p.133).

Leal, Silva e Valadares (2005,p.16) verificaram em estudo aplicado sobre as empresas brasileiras em 1998, que mesmo nas situações onde não há o acionista controlador, existe uma significativa parcela das ações com direito a voto em posse do maior acionista, sendo a empresa controlada por seus três maiores acionistas.

A forte concentração das ações ordinárias (ações com direito a voto) das companhias brasileiras, aliadas à baixa proteção legal dos acionistas, faz com que o principal conflito de agência seja entre acionistas controladores e minoritários, e não o conflito de agência que ocorre nos países anglo-saxões, onde a estrutura é pulverizada e o conflito ocorre entre acionista e gestor (SILVEIRA, 2002, p 32).

Na mesma linha, num estudo feito em grandes empresas de 27 países, os pesquisadores puderam constatar que o modelo de governança corporativa, adotado na maioria dos países, inclusive no Brasil, é o modelo cuja estrutura de propriedade é concentrada, tendo os acionistas majoritários alto poder de participação, gerando nestes países como principal problema de agência as disputas entre os acionistas majoritários (controladores) e os acionistas minoritários (LAPORTA et al. 1999c, p.494, *apud* SILVEIRA, 2002, p.11).

Conforme estudo realizado por Almeida, Almeida e Ness Jr (2001, p.10) nas empresas brasileiras do setor de telecomunicações, buscando identificar se as boas práticas de governança corporativa estão sendo adotadas pelas companhias e sendo percebidas como fatores de valorização para mesma pelos seus gestores. Foram identificadas 21 boas práticas de governança corporativa, sendo adotadas por 63% das companhias, sendo estas práticas percebidas por 89% dos gestores como ferramentas de geração de valor para os acionistas (ALMEIDA, ALMEIDA e NESS JR, 2001, p.10).

O estudo realizado por Silveira, Barros e Famá (2003, p.57), buscou verificar a existência de uma relação significativa entre desempenho financeiro e governança corporativa. Foram testadas três variáveis de governança corporativa: tamanho do conselho de administração, independência do conselho e separação dos cargos de presidente do conselho e diretor executivo.

Identificaram no estudo que as companhias que apresentaram entre quatro e oito membros no conselho de administração tiveram em média melhor resultado financeiro, e que, em 2000 as companhias que tiveram pessoas diferentes ocupando os cargos de diretor executivo e presidente do conselho de administração, obtiveram melhores resultados financeiros (Silveira, Barros e Famá 2003, p.68).

Nesse sentido, em outro estudo, Silveira, Barros e Fama (Enanpad, 2004) analisaram as determinantes da governança corporativa das companhias brasileiras, concluindo que a variável estrutura de propriedade e controle, influenciam negativamente na qualidade da governança corporativa.

NÍVEIS DIFERENCIADOS DE GOVERNANÇA E O NOVO MERCADO

Devido às mudanças ocorridas no mercado através das privatizações e abertura do mercado nacional, houve a necessidade de criar mecanismos de governança corporativa onde as companhias pudessem seguir as recomendações. Neste sentido a BOVESPA criou em 2000, novos segmentos de listagem para as empresas listadas na bolsa, chamados de Novo Mercado e Níveis Diferenciados de Governança Corporativa 1 e 2, estabelecendo por meio de adesão espontânea das companhias, níveis de condutas e normas para suas negociações (BOVESPA, 2002a).

Para serem classificadas como Nível 1 de Governança Corporativa, as companhias devem aderir as seguintes práticas (BOVESPA, 2002a):

- manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% do capital;
 - realização de ofertas públicas e colocação de ações através de mecanismos que favoreçam a dispersão de capital;
- divulgação de acordos de acionistas e programas de *stock options*

METODOLOGIA

Para compor a amostra deste estudo serão selecionadas as empresas de capital aberto com ações negociadas na Bovespa - Bolsa de Valores de São Paulo, sendo coletados para a amostra somente os índices relacionados as ações ordinárias (ON) das empresas listadas. As empresas que apresentaram índices discrepantes em relação aos indicadores serão retiradas da amostra, sendo a coleta de dados feita através do software Economática®.

O período de coleta dos dados para análise compreende os anos de 1995 a 2003, pois neste período ocorreram eventos no mercado relacionados a governança corporativa. Optou-se por iniciar a coleta de dados a partir de 1995, pois foi neste ano que surgiu o IBCA – Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração, e iniciaram os primeiros debates sobre governança corporativa no país, com ênfase apenas às questões relacionadas do conselho de administração.

Em 1999 ocorreu a mudança do IBCA – Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração para o IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, começando a partir deste período a serem debatidos assuntos mais amplos em relação a governança corporativa como conselho fiscal, acionistas, Diretor-Presidente e auditoria-independente. Com a criação do IBGC em 1999, surge também o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa.

Outro evento muito importante foi em 2000, devido à criação do Novo Mercado e dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa, onde a Bolsa de Valores de São Paulo – Bovespa junto com outros agentes reguladores do mercado como CVM – Comissão de Valores Mobiliários, criam estes segmentos de listagem para diferenciar o nível de governança das empresas listadas na Bolsa.

Para analisar o nível de concentração acionária será identificado qual o percentual de ações ordinárias concentradas no principal acionista com direito a voto, sendo as companhias separadas por intervalos de concentração acionária. Os intervalos serão selecionados conforme concentração acionária das empresas, da seguinte forma:

- empresas com controle acionário de 0% - 25%;
- empresas com controle acionário de 26% - 50%;

- empresas com controle acionário de 51% - 75%;
- empresas com controle acionário de 76% - 100%.

Esta separação em quatro sub-grupos foi definida com o intuito de analisar ao longo dos períodos, a performance das empresas em relação a sua concentração acionária, trabalhando com as médias de cada sub-grupo, em relação a sua concentração acionária.

O trabalho irá analisar a relação entre composição acionária e os desempenhos econômicos, financeiros e de mercado das empresas brasileiras de capital aberto com ações negociadas na Bovespa, sendo definido os seguintes indicadores como critérios para análise:

- Econômico: indicadores ROE (retorno sobre patrimônio líquido), ROA (retorno sobre o ativo) e Lucratividade (lucro líquido sobre vendas);
- Financeiro: relação entre capital próprio versus capital de terceiros;
- Mercado: preço-valor patrimonial.

Para análise dos indicadores serão calculadas as médias em cada ano, para cada sub-grupo, para posterior comparação entre os desempenhos econômico-financeiro e de mercado com a concentração acionária.

ANÁLISE DOS RESULTADOS

Na Tabela 1, os indicadores analisados mostram que as empresas com menor concentração acionária, entre 0 e 25%, obtiveram na média dos indicadores melhor performance que os demais grupos analisados. O ROA das empresas mais diversificadas no controle acionário apresentou uma valorização de 4,33%. Os demais grupos apresentaram desempenho muito abaixo das empresas de menor concentração acionária, ficando as empresas com concentração acionária de 26 a 50% com -2,83%, as empresas com concentração acionária de 51 a 75%, apresentaram um desempenho de -0,26% e as empresas com pior desempenho entre os grupos analisados, foram às empresas com maior concentração acionária, apresentando um desempenho do ROA de -4,08%.

Outra característica que se percebe, na Tabela 1, foi quanto à estrutura de capital das empresas, pois as empresas que apresentaram um melhor resultado, tiveram menor participação de capital de terceiros na sua estrutura. As empresas com menor concentração acionária, entre 0 e 25% apresentaram uma estrutura de 25,42%, contra 38,99% das empresas com concentração acionária de 26 a 50%, 41,28% das empresas com concentração acionária de 51 a 75% e as empresas com maior concentração acionária um estrutura de 37,37%.

Tabela 1 – Indicadores de Desempenho x Concentração acionária em 1995

Relação entre Desempenho x Concentração acionária 1995					
Nível de Concentração	Margem Líquida (%)	Roa (%)	Roe (%)	Exg/Ativ(%)	P/VPA (U\$)
0-----25%	11,37	4,33	4,72	25,42	0,58
26-----50%	-3,63	-2,83	-1,71	38,99	0,72
51-----75%	-1,04	-0,26	-3,51	41,28	0,67
76-----100%	-6,01	-4,08	-15,07	37,37	0,62

Fonte: Dados Primários (2005)

No Gráfico 1, pode-se observar a superioridade das empresas com menor concentração acionária (0 e 25%), sendo o único grupo a apresentar resultado positivo. As

empresas com concentração acionária de 26 a 50%, obtiveram -3,63%, já as empresas com concentração acionária de 51 a 75% com -1,04%. Analisando o Gráfico 1 pode-se perceber que as empresas com maior concentração acionária de 76 a 100% apresentaram pior performance entre os períodos, ficando com resultado de -6,01%, já as empresas com menor concentração acionária de 0 a 25%, apresentaram melhor performance, com resultado de 11,37%.

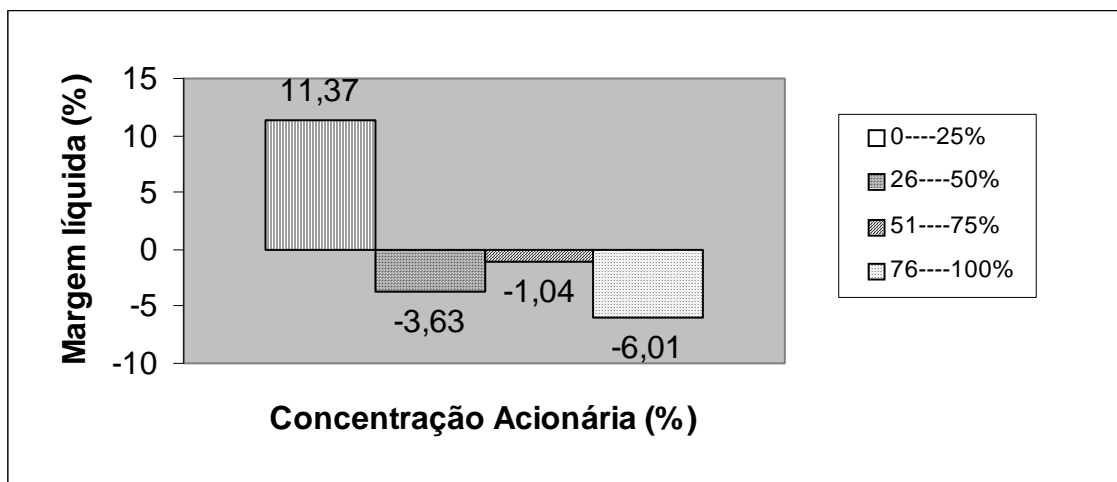


Gráfico 1 – Performance da Margem Líquida em 1995

Fonte: Dados Primários (2005).

Na Tabela 2 os indicadores de performance apresentaram mais uma vez, superioridade das empresas com menor concentração acionária, sendo que o ROA apresentou um acréscimo de 0,98%, em relação ao período anterior, apresentando uma valorização de 3,86% no período. Já os demais grupos, apresentaram resultados negativos, ficando as empresas de concentração acionária de 26 a 50% com -2,71%, contra -6,07% das empresas com concentração acionária de 51 a 75% e as empresas com maior concentração acionária apresentou uma melhora em relação ao período anterior, tendo uma valorização de 4,38%, apresentando performance de -4,07% no período.

Tabela 2 – Indicadores de Desempenho x Concentração acionária em 1997

Relação entre Desempenho x Concentração acionária 1997					
Nível de Concentração	Margem Líquida (%)	Roa (%)	Roe (%)	Exg/Ativ (%)	P/VPA (U\$)
0-----25%	10,35	3,86	6,92	32,10	1,13
26-----50%	0,49	-2,71	-2,39	46,62	1,30
51-----75%	-0,40	-6,07	-1,99	45,72	0,98
76-----100%	0,06	-4,07	-6,23	41,37	0,83

Fonte: Dados primários (2005)

No período de 1997, as empresas mais diversificadas no controle concentração acionário conforme Tabela 2, continuaram a apresentar na maioria dos indicadores analisados, melhor performance. Neste período as empresas com maior concentração acionária entre 76 e 100%, apresentaram uma performance ruim relação ao ROE conforme Gráfico 5, apresentado uma desvalorização de -6,23%, contra -1,99% das empresas com concentração acionária entre 51 e 75%, - 2,39% das empresas com concentração acionária entre 26 e 50%,

ficando apenas as empresas com concentração acionária entre 0 e 25%, com 6,92% de valorização do ROE.

Em relação à estrutura de capital, a Tabela mostrou que as empresas mais diversificadas no controle acionário, continuaram apresentando menor participação do capital de terceiros, na estrutura de capital da empresa, tendo apenas 32,10%, contra 46,62% das empresas com concentração acionária de 26 e 50%, 45,72% das empresas com concentração acionária de 51 e 75%, e as empresas com maior concentração acionária com 41,37%.

CONCLUSÃO

O objetivo desta pesquisa foi verificar, a existência entre a concentração acionária e desempenho econômico, financeiro e de mercado das empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo – Bovespa.

Das empresas analisadas, as que apresentaram controle acionário mais diversificado foram também as que tiveram os melhores resultados na média dos indicadores entre os anos de 1995 a 2003. Nos indicadores econômicos foram evidenciados os melhores resultados frente aos demais grupos de controle acionário. Para ROA e ROE, o desempenho das empresas com controle acionário mais diversificado apresentou resultados positivos de 1,11% no ROA e 0,75% no ROE. As empresas com controle acionário mais concentrado foram as que apresentaram os piores resultados nos indicadores econômicos, com -3,89% para o ROA e -6,56% para o ROE. Estes resultados parecem sugerir uma relação entre concentração acionária e desempenho econômico.

Em relação ao P/VPA, as empresas com controle acionário mais diversificado de 0 a 25% e 26 a 50%, apresentaram respectivamente melhores resultados com U\$ 1,28 e U\$ 1,37. As companhias com controle acionário mais concentrado entre 51 a 75% e 76 a 100%, apresentaram os respectivos valores de U\$ 1,07 e U\$ 1,10, sugerindo que as empresas com controle acionário mais diversificados apresentaram melhor resultados.

Nas análises em relação a estrutura de capital, caracterizou as empresas com controle acionário mais diversificado (0 a 25%), foram as que mostraram-se com menor participação de capital de terceiros na sua estrutura com 41,16% contra 45,20%, 44,22% e 47,26% dos demais grupos analisados.

Outros trabalhos de cunho acadêmico buscaram analisar as questões relacionadas diretamente as práticas de governança corporativa no país, analisando as variáveis, estrutura de propriedade, conselho de administração e tamanho do conselho de administração. Nesse sentido o estudo feito por Silveira, Barros e Famá (2004) onde analisaram a qualidade da governança corporativa das empresas brasileiras, em um mesmo ambiente de contratos.

Já nesta pesquisa buscou-se analisar a relação entre governança corporativa, através da variável estrutura de propriedade, e o desempenho econômico, financeiro e de mercado das empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo – Bovespa.

Nos resultados obtidos nesta pesquisa através das médias, pode-se observar que as empresas com controle acionário pulverizado obtiveram melhores resultados, conforme a fundamentação teórica apresentada evidenciou sendo uma das variáveis das práticas de governança corporativa, criando uma relação direta entre concentração acionária e desempenho econômico, financeiro e de mercado, para as empresas que adotarem práticas de boa governança.

REFERÊNCIAS

ABAMEC. Previdência: medo e esperança. **Revista ABAMEC**, Rio de Janeiro, ano 31, n. 4, p.18-20, jun. 2003.

ALMEIDA, Flávia Gribel de, ALMEIDA, Leandro Cabral de, NESS JR, Walter Lee. A governança corporativa no Setor de Telecomunicações Brasileiro. *In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS IBEMEC*, 2º, 2002, Rio de Janeiro. **Anais...**Rio de Janeiro: IBEMEC, 2002, p.1-15.

BOVESPA-Bolsa de Valores de São Paulo. **Níveis diferenciados de governança corporativa**. Versão posterior à lei 10.303 e ICVM 358. maio 2002a.

BOVESPA-Bolsa de Valores de São Paulo. **Novo mercado**. Versão posterior á lei 10.303 e ICVM 358. maio 2002b.

CARVALHO, Antonio Gledson de. **Efeitos da migração para os níveis de governança da Bovespa**. Disponível em < <http://www.bovespa.com.br>>. Acesso em: 15 maio.2004.

CVM-Comissão de Valores Mobiliários. **Recomendações da CVM sobre governança corporativa**. Disponível em < <http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 20 jun.2004.

IBGC. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. Outubro, 2003. Disponível em < <http://www.ibgc.org.br>>. Acesso em: 20 maio. 2004.

LEAL , Ricardo P Câmera. SILVA, André L Carvalhal Da. VALADARES, Silvia Mourthé. **Estrutura de controle das Companhias Brasileiras de Capital Aberto**. **Revista de Administração Contemporânea**, v.6, n.1, pp. 07-18, jan/abr.2002.

LETHBRIDGE, Eric. Governança Corporativa. **BNDES**. Disponível em <<http://www.bndes.gov.br>>. Acesso em: 23 abr. 2004.

LODI, João Bosco. **Governança corporativa: o governo da empresa e o conselho de administração**. 4. ed. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

MARTINS, Gilberto de Andrade. **Manual para elaboração de monografias e dissertações**. 3. a ed. São Paulo: Atlas, 2002.

MCKINSEY & COMPANY, KORN/FERRY INTERNATIONAL. **Panorama de governança corporativa no Brasil**. São Paulo, 2001. Disponível em < <http://www.Ibgc.org.br>>. Acesso em: 20 abr. 2004.

MONACO, Douglas Cláudio. **Estudo da composição dos conselhos de administração e instrumentos de controle das sociedades por ações no Brasil**. 2000. 177 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2000.

MUNDO CORPORATIVO. Sarbanes-Oxley: lança uma nova ordem mundial. **Mundo Corporativo**, São Paulo, p. 24-27, jan. 2003.

OKIMURA, Rodrigo Takashi. **Estrutura de propriedade, governança corporativa, valor e desempenho das empresas no Brasil**. 2003. 120 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2003.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli, Barros, Lucas Ayres B. de C, FAMÁ, Rubens. **Estrutura de governança e desempenho financeiro nas companhias abertas brasileiras: um estudo empírico**. **Caderno de Pesquisas em Administração**, v.10, n. 1, jan/mar, 2003

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli. **Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil**. 2002. 152 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli, BARROS, Lucas Ayres B. de C, FAMÁ, Rubens. Qualidade da governança corporativa no Brasil e os fatores que a determinam. *In*: ENCONTRO ANUAL DA ANPAD, 27º, 2004, Curitiba. **Anais...**Curitiba: ANPAD, 2004. p.1-16.

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