OS MECANISMOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA E A CRIAÇÃO DE VALOR

Marcel Akira Maebara

Vivian da Silva Evangelista

Fabiana Dias

Fabio Azevedo Garcia

Resumo:

Em 2002, as fraudes contábeis que culminaram nas maiores falências da história dos Estados Unidos, chamaram a atenção de investidores de todo o mundo para a Governança Corporativa. Este estudo busca saber se há relação entre mecanismos de Governança Corporativa e a criação de valor à empresa, numa estrita perspectiva de executivos de empresas, ou seja, a percepção de consumidores de recursos quanto aos mecanismos mais importantes para influenciar a decisão de investidores (fornecedores de recursos), entendendo que a adoção de tais mecanismos torna a empresa mais atraente, valoriza suas ações e assim, reduz o custo de captação de recursos. As análises estatísticas mostram que na visão destes executivos, mecanismos relacionados à Ética possuem real importância para criação de valor, seguidos pelas demonstrações financeiras como forma de comunicação com o mercado. Assim, o estudo mostra que na percepção dos executivos entrevistados, além da busca dos fornecedores de recursos por garantia de retorno real sobre o seu capital, mecanismos relacionados à segurança e transparência também são muito importantes em decisões de investimento.

Palavras-chave:

Área temática: *Novas Tendências Aplicadas na Gestão de Custos*

OS MECANISMOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA E A CRIAÇÃO DE VALOR

Resumo

Marcel Akira Maebara

Universidade Presbiteriana Mackenzie
maebara@ig.com.br

Vivian da Silva Evangelista

Universidade Presbiteriana Mackenzie

Fabiana Dias

Universidade Presbiteriana Mackenzie

Fabio Azevedo Garcia

Universidade Presbiteriana Mackenzie

Em 2002, as fraudes contábeis que culminaram nas maiores falências da história dos Estados Unidos, chamaram a atenção de investidores de todo o mundo para a Governança Corporativa. Este estudo busca saber se há relação entre mecanismos de Governança Corporativa e a criação de valor à empresa, numa estrita perspectiva de executivos de empresas, ou seja, a percepção de consumidores de recursos quanto aos mecanismos mais importantes para influenciar a decisão de investidores (fornecedores de recursos), entendendo que a adoção de tais mecanismos torna a empresa mais atraente, valoriza suas ações e assim, reduz o custo de captação de recursos. As análises estatísticas mostram que na visão destes executivos, mecanismos relacionados à Ética possuem real importância para criação de valor, seguidos pelas demonstrações financeiras como forma de comunicação com o mercado. Assim, o estudo mostra que na percepção dos executivos entrevistados, além da busca dos fornecedores de recursos por garantia de retorno real sobre o seu capital, mecanismos relacionados à segurança e transparência também são muito importantes em decisões de investimento.

Área Temática: Novas Tendências Aplicadas na Gestão de Custos

OS MECANISMOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA E A CRIAÇÃO DE VALOR

1. Introdução

O ambiente econômico altamente dinâmico, o desenvolvimento acelerado de novas tecnologias, a formação de blocos econômicos e a conquista de mercados internacionais, caracterizam os desafios do mundo corporativo. Este ambiente competitivo de alta velocidade exige das empresas altos investimentos para que se possa obter crescimento ou mesmo manter a posição na corrida pelo lucro. Devido a essa necessidade, percebe-se no mercado de capitais um importante meio de captação de recursos em que o custo do capital pode ou não ser razoável. Neste contexto, a maximização da riqueza e, conseqüentemente, o retorno sobre o capital investido são as grandes promessas a serem cumpridas, promessas estas que determinam as relações entre acionistas minoritários e majoritários.

A centralização do poder no acionista majoritário, o impulso de maximizar sua utilidade pessoal e o conflito de interesses ocasiona uma relação em que direitos e deveres não são respeitados resultando em grandes prejuízos aos investidores, à economia e à sociedade. Como meio de dirimir e evitar tais prejuízos surge o sistema de governança corporativa, estabelecendo a separação entre propriedade e gestão.

Ainda assim, nos anos de 2001 e 2002, vimos casos fraudulentos de grandes empresas nos Estados Unidos, um dos países pioneiros na utilização das práticas de governança corporativa. Como exemplos, temos os casos da Enron (a maior falência da história dos EUA), Worldcom e Tyco. Fatos como estes trouxeram conseqüências negativas para a credibilidade da profissão contábil, uma vez que a imprensa internacional apontou como causa destas falências as “fraudes contábeis”, culminando também na falência da tradicional empresa de auditoria Arthur Andersen. Este quadro traz um novo desafio (a ser somado àqueles já citados) na busca pela captação de recursos: a segurança aos fornecedores de recursos, justificando a importância de se pesquisar sobre o funcionamento da governança corporativa e suas premissas. Neste trabalho, dentre os vários aspectos que o tema possui, busca-se averiguar a relação entre os mecanismos da governança corporativa e a criação de valor às empresas, decorrente da valorização de suas ações. Secundariamente, procura-se averiguar quais os mecanismos mais importantes e menos importantes, de modo a apresentar uma hierarquização segundo a percepção de executivos de empresas.

2. Referencial Teórico

2.1. Teoria da Agência

Segundo Jensen e Meckling *apud* Silveira, Barros e Famá (2003), a teoria da agência estuda a relação existente entre o principal e uma outra parte, que está autorizado a agir em nome desse principal. Explicam ainda a relação de agência existente entre acionistas e administradores, na qual os últimos atuam como agentes dos primeiros, sendo pagos para agirem de acordo com os interesses dos proprietários da corporação.

Porém, o problema dessa delegação de função, segundo Jensen e Meckling *apud* Silveira, Barros e Famá (2003) é que o agente pode possuir objetivo divergente e até conflitante do principal, onde muitos gestores tomam decisões tendo em vista a maximização da sua utilidade pessoal e não o melhor interesse dos acionistas,

resultando em expropriação de riqueza dos mesmos. Jensen e Meckling *apud* Silveira (2002) denominam esta situação de problema de agência dos gestores.

Para Jensen e Meckling *apud* Silveira (2002), a diminuição dos prejuízos causados por esse problema depende de um conjunto de mecanismos internos e externos para harmonizar as partes relacionadas, e que, para tanto, os acionistas terão de arcar com os “custos de agência”:

- Custos de criação e estruturação de contratos entre o principal e o agente;
- Gastos de monitoramento das atividades dos gestores pelo principal;
- Gastos incorridos pelo próprio agente para mostrar ao principal que seus atos não serão prejudiciais ao mesmo;
- Perdas residuais decorrentes da diminuição da riqueza do principal por eventuais divergências entre as decisões do agente e as decisões que iriam maximizar a riqueza do principal.

Segundo Silveira, Barros e Famá (2003), a esse conjunto de mecanismos dá-se o nome de Governança Corporativa.

2.2. Governança Corporativa

O Cadbury Report (1992) *apud* Lodi (2000) define governança corporativa como o sistema pelo qual as companhias são dirigidas e controladas. Ela coloca os conselheiros de administração no centro de qualquer discussão sobre governança. O comitê Hampel (1998) *apud* Lodi (2000) estabelece que a importância da governança corporativa está na sua contribuição para a prosperidade dos negócios e prestação de contas a seus constituintes, podendo dar uma grande contribuição para a prevenção de fraudes e abusos. O código do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) (2001) ao dispor sobre boa governança diz que esta deve assegurar aos sócios equidade (*fairness*), transparência (*disclosure*), responsabilidade pelos resultados (*accountability*) e obediência às leis do país (*compliance*).

Para Steinberg (2003), governança corporativa constitui o conjunto de práticas e de relacionamentos entre acionistas, conselho de administração, diretoria executiva, auditoria independente e conselho fiscal, com a finalidade de aprimorar o desempenho da empresa e facilitar o acesso ao capital.

Para Lodi (2000), um dos principais papéis da governança corporativa é o desenvolvimento do mercado de capitais em busca de investidores e principalmente a redução do custo do capital. Lodi (2000) afirma que a medida em que caem as barreiras das economias nacionais e aumenta a competição global de capital, o fluxo de investimentos seguirá na direção das empresas que adotarem práticas de governança tais como padrões de contabilidade e de transparência, proteção ao investidor e conselho de administração independente.

Para Silveira (2002), o senso comum sugere que empresas que adotam as práticas sugeridas pelos códigos de melhores práticas devem ser mais bem avaliadas pelo mercado no preço de suas ações, e que desta forma, a estrutura de governança da empresa afeta seu valor de mercado.

2.2.1. Códigos de Melhores Práticas de Governança Corporativa

Ainda como meio de aprimorar a governança corporativa foram elaborados em diversos países códigos de governança, contendo uma série de recomendações (portanto não imposições) de melhores práticas para este sistema de governo. O

quadro abaixo aborda os tópicos abordados por alguns dos principais códigos de melhores práticas:

Quadro 1: Comparação de assuntos abordados nos códigos de melhores práticas

CADBURY	HAMPEL	IBGC	CVM
1. O Conselho de Administração.	1. Deveres dos Conselheiros.	1. Propriedade – acionistas, quotistas, sócios.	1. Transparência: Assembléias, Estrutura Acionária e Grupo de Controle.
2. Conselheiros Não – Executivos.	2. Fornecimento de informação.	2. Conselho de Administração – Representando a propriedade.	2. Estrutura e Responsabilidade do Conselho de Administração.
3. Conselheiros que exercem cargos de Diretoria.	3. Conselheiros Não – Executivos.	3. Gestão – executivo principal (CEO) e diretoria.	3. Proteção a Acionistas Minoritários.
4. Relatórios e Controles.	4. Responsabilidade, Estrutura e desempenho do Conselho.	4. Auditoria – Auditoria Independente.	4. Auditoria das Demonstrações Financeiras.
	5. O papel do Presidente do Conselho.	5. Fiscalização – conselho Fiscal.	
	6. Remuneração de Conselheiros.	6. Ética / Conflito de interesses.	

Para Lodi (2000), os códigos de melhores práticas são extremamente voltados ao conselho de administração, deixando a desejar quanto ao aprimoramento dos outros mecanismos envolvidos.

2.2.2. Os mecanismos do sistema de governança corporativa

Segundo Lodi (2000), a relação entre propriedade e gestão se dá através do conselho de administração, a auditoria independente e o conselho fiscal, mecanismos fundamentais para o exercício do controle. Além destes mecanismos citados por Lodi, serão também abordados alguns aspectos de controle sobre as demonstrações financeiras, outro importante mecanismo apontado como fundamental num processo fraudulento.

Conselho de Administração

Para Silveira, Barros e Famá (2003), o Conselho de Administração é um dos principais mecanismos para alinhamento dos interesses de acionistas e gestores no sistema de governança corporativa de uma companhia. Quanto às questões que envolvem o conselho de administração, Silveira (2002), destaca entre as práticas de governança recomendadas nos códigos:

Tamanho do conselho: Jensen *apud* Silveira (2002) e Silveira, Barros e Famá (2003) acredita que conselhos com mais de sete ou oito membros podem ter menor eficácia e maior probabilidade de ser controlado pelo diretor executivo. Para Yermack, Fuerst, Kang, Brown e Maloney *apud* Silveira, Barros e Famá (2003), conselhos maiores possuem impacto negativo no desempenho das empresas. Em oposição, Dalton e Daily *apud* Silveira, Barros e Famá (2003), concluíram que maiores conselhos estão relacionados com melhor desempenho financeiro,

independentemente de como são medidos. Silveira, Barros e Famá (2003), constataram em seu estudo que empresas com cinco a seis membros no conselho obtiveram em média, maior valor, corroborando as recomendações do IBGC e da CVM.

Conselho Independente: Silveira, Barros e Famá (2003), ressaltam que todos os códigos de governança destacam a importância de um Conselho de Administração composto de uma maioria de membros externos (não executivos) na companhia. Jensen *apud* Silveira (2002) acredita que conselheiros internos (executivos da companhia) têm menor probabilidade de monitorar o desempenho do diretor executivo, haja vista que a evolução de suas carreiras depende em boa parte do próprio diretor executivo e que como a possibilidade de uma atitude de animosidade e revide do diretor executivo é muito grande, é quase impossível para aqueles que se reportam diretamente ao diretor executivo participarem de forma aberta e crítica na avaliação e monitoramento do diretor executivo. Portanto, o único membro interno do conselho de administração deve ser o diretor executivo. Para Lodi (2000) os conselheiros externos independentes deveriam ter deveres menos onerosos do que os executivos internos, pois os primeiros estão inevitavelmente menos informados sobre os negócios. Ele explica que as cortes inglesas, ao decidirem se um conselheiro cumpriu ou não o seu dever, distinguem a posição do conselheiro (se é um conselheiro executivo de tempo integral ou se é um conselheiro externo com pouca presença na empresa) e o tipo de companhia. Também neste aspecto foi estudada a relação entre conselho independente e desempenho da empresa. Baysinger, Butler, Bhagat, Black e Yermack *apud* Silveira, Barros e Famá (2003), não encontraram relação significativa ou evidência convincente de que maior independência do conselho resulta em maior lucratividade da empresa. Para Barnhart e Rosenstein *apud* Silveira, Barros e Famá (2003), empresas com conselhos altamente independentes possuem valor menor. Segundo Silveira, Barros e Famá (2003), estudos recentes relatam a evidência de uma relação significativa entre conselho de maioria independente e o desempenho da empresa, demonstrando o oposto da sabedoria convencional.

Presidente do conselho x presidente da diretoria: O código do IBGC (2001) e o Cadbury Report (1992) sugerem que os cargos de CEO e presidente do conselho devam ser ocupados por pessoas distintas pelo motivo óbvio de que a função do conselheiro é fiscalizar as ações do CEO. Para Lodi (2000), quando combinados na mesma pessoa representam significativa concentração de poder. Nesse sentido, Silveira, Barros e Famá (2003), pontuam que um grau de separação entre a propriedade e a gestão faz com que executivos não carreguem todo o ônus financeiro das suas decisões. O estudo de Silveira, Barros e Famá (2003), resultou que empresas que tiveram pessoas distintas ocupando os cargos de diretor executivo e presidente do conselho obtiveram maior valor de mercado e afirmam com isso que as recomendações do IBGC e CVM neste aspecto, são saudáveis para a empresa.

Remuneração com ações: Para Lodi (2000), o pagamento de parte da remuneração dos conselheiros em ações da companhia pode ser uma forma útil e legítima de alinhar os interesses destes com os dos acionistas. Porém, os Relatórios Cadbury e Hampel não recomendam que essa proporção de remuneração deva existir, e sugere que conselheiros externos independentes não participem de esquemas de opção de ações caso isso comprometa sua independência.

Conselho Fiscal

O IBGC (2001) define o conselho fiscal como uma instituição brasileira, criada para complementar as atividades de fiscalização do conselho de administração. Trata-se de órgão de controle independente para os proprietários, sejam majoritários, sejam minoritários. Sua instalação pode ser exigida por acionistas, podendo ter caráter temporário ou permanente e seu funcionamento e atribuições decorrem da Lei das S.A.

As competências previstas na Lei, atribuídas ao Conselho Fiscal são as de:

- Fiscalizar por qualquer dos seus membros – os atos dos administradores e verificar o cumprimento de seus deveres legais e estatutários;
- Opinar sobre o relatório anual da administração e sobre os demonstrativos financeiros;
- Opinar quanto ao ato dos administradores;
- Denunciar – por qualquer dos seus membros – ao Conselho de administração e aos acionistas, eventuais atos irregulares ou fraudes que venham a ser de seu conhecimento;
- Comparecer a Assembleia Geral Ordinária (AGO) e a Assembleia Geral Extraordinária (AGE) e opinar sobre matérias de sua competência;
- Analisar balanço e demonstrativos financeiros e emitir opinião (o Conselho Fiscal não aprova, opina).

O Conselho Fiscal presta conta aos acionistas da sua fiscalização dos atos da Diretoria Executiva, do Conselho de Administração e das demonstrações financeiras. Algumas dessas atividades são similares às do Comitê de Auditoria.

Comitê de Auditoria

O código do IBGC menciona o Comitê de Auditoria como um dos Comitês que pode ser estabelecido pelo Conselho de Administração, em substituição ao Conselho Fiscal. A CVM em sua cartilha de recomendações de boas práticas de governança inclui o Comitê de Auditoria. Ditam que os Comitês Especializados do Conselho de Administração devem ser compostos por alguns de seus membros com experiência em finanças para estudar assuntos e preparar propostas, as quais deverão ser submetidas à deliberação do Conselho de Administração. Dentre suas obrigações estão:

- Auditores independentes – supervisão do relacionamento com os auditores, incluindo a discussão da análise dos riscos, o programa de trabalho e o acompanhamento;
- Demonstrações financeiras – integridade e qualidade das informações financeiras;
- Controle de riscos e cumprimento de normas, internas e externas, no desempenho das atividades da empresa.

A Sarbanes-Oxley (Lei promulgada nos EUA visando estabelecer normas mais rígidas de governança corporativa) estabelecia a obrigatoriedade de um comitê de auditoria para empresas com ações negociadas na bolsa de Nova Iorque. Em resposta a manifestação da CVM quanto ao conflito de competências “comitê de auditoria x conselho fiscal”, a SEC emitiu parecer isentando companhias estrangeiras de constituir comitê de auditoria no caso da adoção de órgão similar.

Demonstrações Financeiras

São o produto de uma série de procedimentos contábeis que envolvem normatizações (órgãos reguladores), princípios contábeis geralmente aceitos e controles internos e externos, para atender a diversos usuários dentre os quais encontram-se os acionistas.

Segundo Boyton, Johnson e Kell (2002), os acionistas recorrem a demonstrações contábeis auditadas para ter segurança de que a administração está se desincumbindo adequadamente de sua responsabilidade de condução da companhia. Porém, alertam que devido a possível existência de conflitos de interesse entre a administração e os usuários das demonstrações financeiras, há a preocupação de que seus dados sejam intencionalmente viesados em favor da administração. Boyton, Johnson e Kell (2002) citam ainda uma pesquisa realizada pela *Graduate School of Business da University of Texas at Austin* em que auditorias detectaram viés favorável à administração em cerca de 60% das demonstrações contábeis, ressaltando que este número poderia ser ainda maior caso as empresas não tivessem previsto que seriam auditadas.

No caso da Enron, a companhia conseguiu com a ajuda da Arthur Andersen, mascarar em suas demonstrações um endividamento expressivo que resultou em sua falência. Pesquisa da consultoria de gestão Mckinsey (2002), publicada em Julho levantou as principais preocupações dos investidores em suas decisões de investimento, após os escândalos. A maioria (71%) considerou a transparência na contabilidade como fator primordial no momento de investir em uma empresa. Outros aspectos mencionados foram: igualdade entre os acionistas, regulação do mercado, proteção dos investidores e liquidez das ações.

Auditoria Externa (Independente)

Almeida (1996) cita que a auditoria independente ou externa surgiu com a evolução do sistema capitalista e a necessidade das empresas de obter capital externo para financiar seus investimentos. Entretanto, os novos investidores necessitavam conhecer a situação patrimonial e financeira da empresa, sendo as demonstrações financeiras o melhor meio. Como medida de segurança contra a possibilidade de manipulação de informações, os investidores passaram a requerer que as demonstrações contábeis fossem examinadas por um profissional independente da empresa e de reconhecida capacidade técnica. Segundo Almeida (1996), os principais fundamentos para a contratação de um auditor externo ou independente, por uma empresa são:

- Dever legal para companhias de capital aberto e entidades integrantes do SFN;
- Mensuração de controle interno requisitada pelos acionistas, proprietários ou administradores da empresa;
- Determinação para obtenção de empréstimos e financiamentos;
- Apurar o valor contábil correto da empresa para efeito de incorporação, fusão ou cisão;
- E em termos de consolidação das demonstrações contábeis em companhia aberta com mais de 30% do valor de seu patrimônio líquido representado por investimentos em sociedades controladas.

Boyton, Johnson e Kell (2002) ainda complementam os benefícios econômicos de uma auditoria:

- Acesso ao mercado de capitais: Companhias não podem acessar mercados se suas demonstrações financeiras não forem auditadas;

- Menor custo de capital: Quanto menor o risco da informação, menor as taxas de juros;
- Desincentivo a ineficiência e fraudes: a auditoria inibe os funcionários ineficientes e fraudulentos;

Boyton, Johnson e Kell (2002) esclarecem que o principal objetivo de uma auditoria de demonstrações financeiras é averiguar se foram preparadas de acordo com os princípios contábeis geralmente aceitos e identificar atos fraudulentos que provoquem distorções relevantes. Porém, dentre as limitações de uma auditoria de demonstrações contábeis, apontam:

- Custo razoável: resulta em testes seletivos e por amostragem dos registros contábeis e respectiva documentação;
- Prazo razoável: O parecer geralmente é emitido em três semanas após a data do balanço. Essa limitação pode afetar o volume de evidências que possam ter efeito nas demonstrações contábeis, sendo o período para resolução de incertezas também muito curto;

Em decorrência disso, Boyton, Johnson e Kell (2002) explicam que a auditoria independente proporciona segurança apenas razoável, pois auditores raramente examinam 100% dos itens de uma classe de contas ou transações.

Com o intuito de reforçar o aspecto de independência dos auditores externos, a CVM, através da Instrução 308/99, impôs a rotatividade dos auditores externos, limitando a prestação de serviços a um mesmo cliente por no máximo 5 anos, podendo retornar após 3 anos. Também restringiu a prestação de serviços de auditoria e consultoria por uma mesma empresa a um mesmo cliente. Preocupado com a qualidade do serviço, o CFC editou a Resolução 964/03, que dispõe sobre a Revisão Externa de Qualidade pelos Pares, em que uma empresa de auditoria revisa o trabalho efetuado por outra empresa.

Auditoria Interna

Segundo Almeida (1996), a figura do auditor interno surgiu como uma subdivisão do auditor externo devido à necessidade do administrador ou o proprietário da empresa, supervisionar os processos empresariais com maior grau de profundidade bem como verificar outras áreas não relacionadas com contabilidade. Sobre o relacionamento da auditoria interna com auditores externos, Boyton, Johnson e Kell (2002), esclarecem que os trabalhos efetuados pela auditoria interna devem servir como complementos ao trabalho dos auditores independentes numa auditoria de balanços, evitando assim a duplicação de esforços.

Para Boyton, Johnson e Kell (2002), a auditoria interna agrega valor à organização oferecendo segurança por meio da avaliação e melhora na eficácia do processo de gerenciamento de risco, controle e governança, contribuindo para os objetivos da organização, trazendo uma abordagem sistemática e organizada.

A história recente mostra que o processo de fraude é mais danoso à economia e a sociedade quando motivado pelo alto escalão da empresa. Deste modo, para conseguir que os trabalhos de auditoria tenham cobertura ampla e que suas recomendações sejam eficazmente implementadas, Boyton, Johnson e Kell (2002) ressaltam a importância da auditoria interna reportar-se à pessoa que tenha autoridade suficiente na organização para tanto, devendo também possuir comunicação direta com o conselho de administração ou seu comitê de auditoria (ou conselho fiscal - Brasil) (*grifo nosso*).

Contabilidade Gerencial

Atkinson, Banker, Kaplan e Young (2000) explicam que através do uso inteligente da informação enfocando custos, atividades e processos organizacionais, a contabilidade gerencial cria valor às empresas produzindo informação “personalizada” utilizando-se de técnicas como sistemas de custeio baseado em atividades, sistemas de controle operacional e o *Balanced Scorecard*.

Código de Ética

Alves (2001) se utiliza da Teoria dos Jogos, e especificamente, o Dilema do Prisioneiro para explicar a importância da codificação, resumido da seguinte forma: “Dois prisioneiros, acusados de crimes análogos, são informados pelo promotor público de que, se nenhum dos dois confessar o crime, ambos serão condenados e receberão a pena mínima de um ano, ao passo que, se apenas um confessar, ele será libertado e o outro será condenado, recebendo a pena máxima de dez anos de reclusão. Se os dois confessarem, contudo, ambos serão condenados e receberão pena de apenas cinco anos de prisão”.

Neste sentido, Alves (2001) destaca a importância de um código comum, aceito e reconhecido pelas partes interessadas, que discipline situações nas quais não se pode valer de confiança, suprimindo a questão da dúvida. A codificação aceita e reconhecida disciplinaria a conduta de modo que as decisões sejam tomadas em benefício de todos. O código do IBGC (2001), incentiva a criação de um código de ética a ser criado pela diretoria executiva e aprovado pelo conselho de administração e ainda sugere os principais aspectos que o código deve abranger, conforme o quadro a seguir:

Quadro 2: Assuntos abordados no código de ética

Propinas;	Doações;	Uso de álcool e drogas;
Pagamentos impróprios;	Meio ambiente;	Confidencialidade pessoal;
Conflito de interesses;	Assédio sexual;	Direito à privacidade;
Informações privilegiadas;	Segurança no trabalho;	Nepotismo;
Recebimento de presentes;	Atividades políticas;	Trabalho infantil.
Discriminação de oportunidades;	Relações com a comunidade;	

2.2.3. Práticas diferenciadas de governança corporativa: Níveis de governança corporativa Bovespa

A Bovespa, reproduzindo a iniciativa alemã, criou os Níveis de Governança Corporativa Bovespa, divididos em níveis 1 e 2 e o novo mercado, enquadrando as empresas de acordo com seu grau de adoção de práticas diferenciadas como *tag-along*, *US-GAAP*, Câmara de Arbitragem entre outras. Quanto maior o número de práticas diferenciadas, maior o nível em que a empresa é enquadrada.

O estudo de Carvalho (2003) teve por objetivo estudar os efeitos da migração para os níveis diferenciados de governança, mais especificamente, como o mercado avalia o compromisso das empresas com a adoção de melhores práticas de Governança Corporativa, bem como os preços / retorno das ações em decorrência disso. A conclusão foi que a amostra não apresentou resultados expressivos. Porém, ressalta que devem ser considerados dois condicionantes importantes: Em primeiro lugar, muitas das empresas que migraram já adotavam tais práticas, algumas delas inclusive com ADR's (o que as submete aos padrões contábeis do *US-GAAP* e

supervisão da *Securuty and Exchange Comission* dos EUA – SEC). Em segundo lugar, a amostra é constituída pelas primeiras empresas que migraram quando da abertura dos mercados, até então não reconhecidos como selos de qualidade. Assim, é bem possível que ao longo do tempo, à medida que estes mercados adquiram reputação e notoriedade, venha-se detectar efeitos mais expressivos.

2.2.4. Contratos Privados

O estudo de Srour (2002), teve por objetivo avaliar a eficácia de contratos privados como forma de garantir maior proteção aos investidores, em situações em que a lei é falha ou ineficiente. Tendo em vista que tais atos não são praticados de maneira espontânea, tais contratos surgem como uma alternativa para adesão de práticas diferenciadas de Governança Corporativa, quando estas não fizerem parte das características de governo da empresa. Foram avaliadas empresas de capital aberto, onde foi constatado que empresas que possuem contratos do tipo ADR nível II ou Bovespa nível I (que exigem práticas diferenciadas de Governança Corporativa) diluem menos seus acionistas minoritários, tem menor volatilidade no retorno de capital e desempenho relativamente superior nas crises asiática e de 11 de setembro de 2001, ocasião em que o desvio de recursos das empresas tornava-se atraente. O estudo concluiu também que empresas com aderência ao ADR nível I, que não conta com regras diferenciadas de transparência e proteção, ou a presença de uma firma de auditoria de boa reputação não pareceram afetar o comportamento da firma em relação a seus investidores.

Segundo Srour (2002), em choques negativos, empresas com melhores políticas de distribuição de dividendos ou com menor discrepância entre o poder de voto e propriedade do maior acionista experimentaram uma queda relativamente menor nos seus retornos. Enquanto isso, perante um choque positivo, como o da desvalorização do Real, essas mesmas boas características proporcionaram um menor retorno relativo para as firmas. Isto é, encontrou-se evidência robusta de que as boas características de governança diminuem a volatilidade do retorno em épocas de choques de retorno. A relevância dos contratos privados durante situações extremas também foi comprovada pelo fato de empresas participantes do grupo diferenciado da BOVESPA ou que estavam listadas nos programas ADR (de Níveis II e III) apresentaram, respectivamente, 6% e 7% de retorno relativo maior durante a crise de 11 de Setembro.

3. Procedimentos metodológicos

Este estudo investiga a relação entre os mecanismos da Governança Corporativa e a criação de valor, onde os mecanismos de governança corporativa atuam como variável independente e a criação de valor atua como variável dependente.

3.1. Definição operacional das variáveis

Variável Dependente: Criação de Valor

Entende-se por criação de valor, a forte atração de capital e alta liquidez das ações proporcionando redução no custo de captação de recursos.

Variável Independente:

As variáveis independentes são os mecanismos de governança corporativa, percorridos no referencial teórico:

1. Transparência das Práticas de Contabilidade e Gestão.	8. Utilização de padrões éticos e adoção de Código de Ética.	15. Contabilidade Financeira como ferramenta para tomada de decisão.
2. Demonstrações Financeiras como meio de comunicação com o mercado.	9. Rodízio das empresas de auditoria externa.	16. Adoção da Câmara de Arbitragem do Mercado para a solução de conflitos.
3. Igualdade entre os Acionistas Majoritários e Minoritários.	10. Adoção do Conselho Fiscal Temporário.	17. Emissão de ações, tanto ordinárias como preferenciais, com direito a voto.
4. Contabilidade Gerencial como ferramenta para tomada de decisão.	11. Contabilidade, subordinada a um Conselho Fiscal Permanente.	18. Representante no Conselho de Adm. eleito pelos acionistas minoritários.
5. Redução no número de componentes do Conselho de Administração como forma de otimização do processo decisório.	12. Comitê de Auditoria em substituição ao Conselho Fiscal.	19. Adoção do Conselho Fiscal Permanente.
6. Presidente do Conselho de Administração diferente do CEO (principal executivo).	13. Auditoria Interna subordinada ao Conselho Fiscal.	
7. Conselho de Administração com maioria de conselheiros externos e independentes.	14. Divulgação de relatórios de controles contábeis internos aos acionistas.	

Devido aos recentes escândalos contábeis, este estudo trabalha com a hipótese de que os mecanismos referentes à instalação de um conselho fiscal permanente e independência da contabilidade e auditoria interna em relação ao CEO passando ambos a serem subordinados ao conselho fiscal (e que exercem influência direta nas demonstrações financeiras), venham a ser considerados como os de maior importância para a criação de valor na opinião dos executivos entrevistados.

3.2. Objetivos – Geral e Específicos

O objetivo principal deste trabalho é analisar a relação entre os mecanismos de Governança Corporativa e a criação de valor, numa estrita perspectiva de executivos de empresas, ou seja, a percepção de consumidores de recursos quanto aos mecanismos de governança mais importantes para influenciar a decisão de

investidores (fornecedores de recursos). Este objetivo é perseguido através da aplicação de um questionário com perguntas fechadas. A relação estudada está implícita na formulação de perguntas do questionário.

Como objetivo secundário, busca-se averiguar quais os mecanismos mais importantes e menos importantes de modo a apresentar uma hierarquização desses mecanismos, de acordo com a percepção dos executivos entrevistados.

3.3. Universo e amostra da pesquisa

Foram pesquisadas 11 empresas dos mais diversos ramos de atividade, devido ao sistema de Governança Corporativa ser aplicável a qualquer segmento empresarial. Um total de 67 executivos responderam à pesquisa no período de outubro de 2003 a novembro de 2003. Dentre os respondentes que identificaram seus cargos, apurou-se 26 auditores externos e 7 Diretores. Para auditores externos, a pesquisa foi direcionada apenas a gerentes, diretores e sócios.

Devido a uma série de fatores limitantes, utilizou-se uma amostra não probabilística, não permitindo a extrapolação de resultados da amostra para a população.

3.4. Método de pesquisa

Utilizou-se o método quantitativo, por se tratar de uma coleta de dados cuja análise técnica esta voltada para as análises estatísticas pelas quais são hierarquizados os mecanismos de governança corporativa.

3.5. Instrumentos de coletas de dados

Os dados foram obtidos através do uso de um questionário com perguntas fechadas. Cada uma das perguntas é medida através de uma escala do tipo Likert, com 5 pontos. Os pontos medem o nível percebido de contribuição de cada mecanismo de governança para a criação de valor. O nível 1 indica contribuição “muito baixa” e o nível 5 indica contribuição “muito alta”.

Quanto a aplicação dos questionários, foi utilizado meio eletrônico pela praticidade e velocidade na condução da pesquisa.

3.6. Tratamento de dados

Os dados coletados foram organizados numa matriz de resultados, possibilitando análises estatísticas da média, desvio padrão e mediana. Estas análises também foram organizadas em tabelas, permitindo melhor visualização dos resultados obtidos.

Segundo Moore (2000) a média e a mediana descrevem o centro de uma distribuição de maneiras diferentes. A média é a média aritmética das observações e a mediana é o ponto médio dos valores. O desvio padrão é uma medida de dispersão em torno da média considerada como centro, e será zero quando não houver dispersão e aumentará com o crescer da dispersão. Moore (2000) explica ainda que a média e o desvio padrão são fortemente influenciados por valores discrepantes ou pela assimetria em uma distribuição. Constituem boas descrições para distribuições simétricas e têm grande utilidade para as distribuições normais.

4. Resultados e análises dos dados

Para a análise dos resultados obtidos através desta pesquisa, as respostas são organizadas em uma matriz de dados segundo seu grau de importância sendo (1) para muito baixa, (2) para baixa, (3) para média, (4) para alta e (5) para muita alta.

Como buscamos saber quais mecanismos realmente possuem influência na criação de valor para uma empresa, os agrupamos em famílias de acordo com a afinidade entre os itens, sendo família 1 – Conselho de administração; família 2 – Conselho Fiscal; Família 3 – Demonstrações financeiras; família 4 – Equidade e família 5 – Ética.

Abaixo apresentamos as tabelas com os resultados obtidos através da pesquisa, agrupados por famílias.

Tabela 1: Família 1 – Conselho de administração

Mecanismo	Média	Desvio Padrão	Mediana
4 – Contabilidade Gerencial como ferramenta para tomada de decisão.	4,09	0,90	4,00
6 – Presidente do Conselho de Administração diferente do CEO (principal executivo)	4,03	0,87	4,00
7 – Conselho de Administração formado por maioria de conselheiros não executivos e independentes à empresa	3,76	0,94	4,00
5 – Redução no número de componentes do Conselho de Administração como forma de otimização do processo decisório	2,75	0,82	3,00

Tabela 2: Família 2 – Conselho de fiscal

Mecanismo	Média	Desvio Padrão	Mediana
19 – Adoção do Conselho Fiscal Permanente	3,51	0,93	4,00
12 – Comitê de Auditoria em substituição ao Conselho Fiscal	3,40	1,02	4,00
10 – Adoção do Conselho Fiscal Temporário.	3,00	0,94	3,00

Tabela 3: Família 3 – Demonstrações Financeiras

Mecanismo	Média	Desvio Padrão	Mediana
2 – Demonstrações Financeiras como meio de comunicação com o mercado	4,28	0,75	4,00
15 – Contabilidade Financeira como ferramenta para tomada de decisão	3,81	0,89	4,00
14 – Divulgação de relatórios de controles contábeis internos aos acionistas	3,55	1,06	4,00
13 – Auditoria Interna subordinada ao Conselho Fiscal	3,30	0,98	3,00
11 – Independência da Contabilidade ao CEO, subordinada a um Conselho Fiscal Permanente.	3,27	0,99	3,00
9 – Rodízio das empresas de auditoria externa	3,21	1,02	3,00

Tabela 4: Família 4 – Equidade

Mecanismo	Média	Desvio Padrão	Mediana
18 -Direito a um representante no Conselho de Administração eleito pelos acionistas minoritários.	3,76	0,87	4,00
3 – Igualdade entre os Acionistas Majoritários e Minoritários	3,61	1,10	4,00
17 – Emissão de ações, tanto ordinárias como preferenciais, com direito a voto.	3,31	0,97	3,00
16 – Adoção da Câmara de Arbitragem do Mercado para a solução de conflitos.	3,27	0,83	3,00

Tabela 5: Família 5 – Ética

Mecanismo	Média	Desvio Padrão	Mediana
1 – Transparência das Práticas de Contabilidade e Gestão	4,36	0,69	4,00
8 – Utilização de padrões éticos e adoção de Código de Ética	4,30	0,80	4,00

Através dos resultados acima, pode-se observar os seguintes resultados:

- Na família 1 (Conselho de Administração) a contabilidade gerencial foi considerada a mais importante, enquanto a redução do número de conselheiros foi considerada a menos importante;
- Na família 2 (Conselho Fiscal), os mecanismos possuem importância média, havendo leve destaque para a adoção de conselho fiscal permanente;
- Na família 3 (Demonstrações Financeiras), a utilização das demonstrações financeiras como meio de comunicação com o mercado tem alta importância enquanto as questões de independência da contabilidade e auditoria interna subordinadas ao conselho fiscal estiveram mais próximas da importância média;
- Na família 4 (Equidade) os mecanismos foram classificados como média importância, havendo leve destaque para o direito a um representante no conselho de administração eleito pelos acionistas minoritários;
- Na família 5 (Ética) as questões foram classificadas como alta importância.

A tabela a seguir apresenta uma hierarquização das Famílias, de acordo com seu grau de importância baseada nos valores médios obtidos:

Tabela 6: Hierarquização das Famílias de acordo com sua importância

Posição	Família	Média	Desvio Padrão	Mediana
1º	5 - Ética	4,33	0,04	4,33
2º	1 - Conselho de administração	3,66	0,62	3,90
3º	3 - Demonstrações financeiras	3,57	0,41	3,43
4º	4 - Equidade	3,49	0,24	3,46
5º	2 - Conselho fiscal	3,30	0,27	3,40

A Família 5 – Ética, foi a única com alta importância e o menor desvio padrão. Ao contrário do que se esperava, a Família 2 – Conselho Fiscal obteve importância apenas média, ocupando a última colocação. Todas as demais famílias também obtiveram importância média. A seguir, apresenta-se uma hierarquização geral dos mecanismos estudados, onde as respostas são apresentadas em ordem decrescente de média aritmética, de acordo com seu grau de importância, conforme tabela a seguir:

Tabela 7: Hierarquia dos mecanismos de governança para criação de valor

Posição	Descrição	Família	Média	Desvio Padrão	Mediana
1º	Transparência das Práticas de Contabilidade e Gestão	Ética	4,36	0,69	4,00
2º	Utilização de padrões éticos e adoção de Código de Ética	Ética	4,30	0,80	4,00
3º	Demonstrações Financeiras como meio de comunicação com o mercado	Demonstrações Financeiras	4,28	0,75	4,00
4º	Contabilidade Gerencial como ferramenta para tomada de decisão	Conselho de Administração	4,09	0,90	4,00
5º	Presidente do Conselho de Administração diferente do CEO (principal executivo)	Conselho de Administração	4,03	0,87	4,00
6º	Contabilidade Financeira como ferramenta para tomada de decisão	Demonstrações Financeiras	3,81	0,89	4,00
7º	Direito a um representante no Conselho de Administração eleito pelos acionistas	Equidade	3,76	0,87	4,00
8º	Conselho de Administração formado por maioria de conselheiros não executivos	Conselho de Administração	3,76	0,94	4,00
9º	Igualdade entre os Acionistas Majoritários e Minoritários	Equidade	3,61	1,10	4,00
10º	Divulgação de relatórios de controles contábeis internos aos acionistas	Demonstrações Financeiras	3,55	1,06	4,00
11º	Adoção do Conselho Fiscal Permanente	Conselho Fiscal	3,51	0,93	4,00
12º	Comitê de Auditoria em substituição ao Conselho Fiscal	Conselho Fiscal	3,40	1,02	4,00
13º	Emissão de ações, tanto ordinárias como preferenciais, com direito a voto	Equidade	3,31	0,97	3,0
14º	Auditoria Interna subordinada ao Conselho Fiscal	Demonstrações Financeiras	3,30	0,98	3,00
15º	Adoção da Câmara de Arbitragem do Mercado para a solução de conflitos	Equidade	3,27	0,83	3,00
16º	Independência da Contabilidade em relação ao CEO, subordinada a um Conselho Fiscal	Demonstrações Financeiras	3,27	0,99	3,00
17º	Rodízio das empresas de auditoria externa	Auditoria Independente	3,21	1,02	3,00
18º	Adoção do Conselho Fiscal Temporário.	Conselho Fiscal	3,00	0,94	3,00
19º	Redução no número de componentes do Conselho de Administração como forma de	Conselho de Administração	2,75	0,82	3,00

De acordo com a Tabela 7, verifica-se que as variáveis Transparência das práticas de contabilidade e gestão, Utilização de padrões éticos e adoção do código de ética, Demonstrações financeiras como meio de comunicação com o mercado, Contabilidade Gerencial como ferramenta para tomada de decisão e Presidente do Conselho de Administração diferente do CEO foram os mecanismos de governança que se mostraram mais importantes para a criação de valor, segundo a percepção dos executivos. Note-se que nestes mecanismos, o desvio padrão foi muito pequeno, indicando que essas variáveis obtiveram um baixo grau de dispersão, ou seja, grande parte das opiniões foram semelhantes.

Ordenada pela média aritmética estatística, a Utilização de padrões éticos e adoção do código de ética e o mecanismo de Demonstrações financeiras como meio de comunicação com o mercado alcançaram a segunda e a terceira colocação, respectivamente. A diferença para o 1º lugar (Transparência das práticas de contabilidade e gestão) não chegou a um décimo da média.

5. Considerações finais

O objetivo principal do trabalho foi analisar a relação entre os mecanismos de Governança Corporativa e a criação de valor, de acordo com a visão de alguns executivos (consumidores de recursos), sobre os mecanismos que mais exercem influência na decisão de investidores (fornecedores de recursos).

Segundo esta pesquisa, a Transparência das práticas de contabilidade e gestão, Utilização de padrões éticos e adoção de código de ética e Demonstrações financeiras como meio de comunicação com o mercado são os três primeiros mecanismos que mais criam valor à empresa. Os outros dois mecanismos julgados com alta importância para criação de valor foram Contabilidade gerencial como ferramenta para tomada de decisão, sendo um meio de gestores e conselheiros justificarem suas decisões aos acionistas (quando solicitados), e Presidente do Conselho de Administração diferente do CEO, corroborando as recomendações do IBGC e da CVM, e a conclusão do estudo de Silveira, Barros e Famá (2003).

Cabe ressaltar que mecanismos relacionados à Ética (família 5), e as demonstrações financeiras são de difícil mensuração por si sós, pois a empresa poderá estabelecer e adotar um código de ética, divulgá-lo, e não segui-lo ou mesmo produzir demonstrações financeiras que não reflitam a realidade da empresa. São mecanismos que não mexem com a estrutura da empresa. Por este motivo entende-se que estes são dependentes dos demais mecanismos estudados, pois se a empresa assegurar ao acionista que as boas práticas de governança estão sendo cumpridas e executadas da melhor maneira, poderá dar maior garantia de que cumpre os padrões éticos estabelecidos bem como seu compromisso com a transparência.

Devido às recentes fraudes nas demonstrações financeiras envolvendo executivos, auditoria externa e conselheiros de administração, considerando também que as demonstrações financeiras tiveram alta importância para criação de valor, esperava-se que a instalação de um conselho fiscal permanente e outros mecanismos de controle sobre os processos contábeis como, auditoria interna e contabilidade passando a subordinarem-se ao conselho fiscal e rodízio das empresas de auditoria viessem a ser considerados como de alta importância para criação de valor. Porém, foram classificados apenas como de média importância ocupando a 11º, 14º, 16º e 17º posição respectivamente. Deste resultado, deve-se considerar o alerta de Lodi (2000), que os códigos (e também os estudos realizados) são voltados apenas para o conselho de administração. Neste sentido, sugere-se uma maior atenção ao conselho fiscal, definido pelo IBGC, como um órgão complementar às atividades de fiscalização do conselho de administração. Entende-se ser de grande valia a adoção deste órgão, segregando as atividades de fiscalização em que o conselho de administração concentraria seus esforços para assegurar que as estratégias definidas sejam eficazmente cumpridas, enquanto o conselho fiscal estaria mais voltado a fiscalização dos números da empresa, notadamente dos demonstrativos financeiros. Ademais, ressalta-se que como estratégias empresariais e estratégias de investimento não podem ser dissociadas

dos números (sendo um instrumento objetivo de mensuração de resultados), reforça-se a importância de se manter controles eficazes sobre o processo contábil de modo a dar maior garantia quanto a fidelidade da informação e a transparência. Um outro condicionante a ser considerado é que tais mecanismos mexem bastante com a estrutura da empresa, assim como o mecanismo de redução no número de componentes do conselho de administração como forma de otimização do processo decisório, considerado dentre todos, o menos importante. Assim, não se descarta a hipótese de que estes mecanismos possam ter maior importância numa pesquisa direcionada a acionistas (fornecedores de recursos).

Os diversos estudos apresentados demonstram que uma estrutura de governança corporativa, criada a partir da adoção de mecanismos que busquem maior garantia de uma administração competente aliada a uma política de transparência, prestação de contas e princípios éticos pode criar valor e se tornar um diferencial competitivo para a companhia através da atração de capital, alta liquidez de suas ações e conseqüente redução do custo de captação num ambiente onde os investimentos são fundamentais. Além disso, através de uma gestão profissional, promove-se um crescimento empresarial sadio que beneficia a economia e a sociedade como um todo.

6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALMEIDA, Marcelo C. *Auditoria: um curso moderno e completo*. 5º ed. São Paulo, Ed. Atlas, 1996.

ALVES, Lauro Eduardo Soutello. Governança e Cidadania Empresarial. *Revista de Administração de empresas*, São Paulo, ano 2, n.4, p. 78-86, 2001.

ATKINSON, Anthony A., BANKER, Rajiv D., KAPLAN, Robert S., YOUNG, S. Mark. *Contabilidade Gerencial*. São Paulo, Ed. Atlas, 2000.

BOYTON, William C., JOHNSON, Raymond N., KELL, Walter G.. *Auditoria*. São Paulo, Ed. Atlas, 2002.

CARVALHO, Antônio Gledson de. Efeitos da migração para os níveis de governança da bovespa. Artigo disponível no site www.econ.puc-rio.br/PDF/seminário/2003/MIGRAÇÃO.pdf, Rio de Janeiro, 2003.

CVM. *Cartilha de Governança Corporativa*. www.cvm.gov.br, 2002.

IBGC. *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa*. www.ibgc.org.br, 2001.

LODI, João Bosco. *Governança Corporativa: O Governo da Empresa e o Conselho de Administração*. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

MOORE, David. *A Estatística Básica e Sua Prática*. 1ª ed..Rio de Janeiro: LTC, 2000.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. *Governança Corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil*. Tese de mestrado disponível no portal do conhecimento, site www.saber.usp.br, São Paulo, 2002.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da, BARROS, Lucas Ayres B. de C., FAMÁ, Rubens. Estrutura de Governança e Valor das Companhias Abertas Brasileiras. *RAE – Revista de Administração de Empresas* – Getúlio Vargas. São Paulo, v. 43, nº 3 jul. / set. / 2003.

SROUR, Gabriel. Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa: Um estudo sobre a conduta e a performance das firmas brasileiras. Artigo disponível no site www.econ.puc-rio.br/PDF/seminário/2003/MIGRAÇÃO.pdf, Rio de Janeiro, 2002.

STEINBERG, Herbert. *Dimensão humana da Governança Corporativa*. 1º ed. São Paulo, Ed. Gente, 2003.