

A Governança Corporativa no Mundo

Autoria: Claudio Rotta, Ronald Otto Hillbrecht, Giacomo Balbinotto Neto

RESUMO

A Governança Corporativa, práticas que buscam alinhar os interesses das diferentes partes que compõem uma organização, tem recebido especial atenção em todo o mundo devido ao crescimento do comércio internacional e do custo crescente de capital. A importância da Governança Corporativa tem crescido na medida em que aumentaram as dificuldades da empresa em cobrir os custos de determinado empreendimento. A falta de recursos financeiros obriga-a a abrir o seu capital e as condições de captação são determinantes para o êxito da manutenção e ampliação de tal empreendimento. A Governança Corporativa varia de acordo com a trajetória de desenvolvimento de cada País e a proteção direcionada aos investidores nas variadas economias. No entanto, é possível afirmar que, em diferentes escalas, a Governança Corporativa tem possibilitado uma maior percepção das transações e das operações internas da empresa devido a uma maior precisão, clareza e objetividade na divulgação das informações.

1. INTRODUÇÃO

Governança Corporativa, práticas que alinham os interesses das diferentes partes de uma organização, tem a finalidade de aumentar o valor da empresa, além de viabilizar seu acesso ao capital de forma a ganhar ou manter-se no mercado.

A partir da década de noventa, iniciativas por melhoras na Governança das empresas têm tido importância crescente, em função do incremento do comércio e do fluxo de capitais, das oportunidades de investimento e dos riscos a eles associados. Recentemente a Governança Corporativa tem ganhado espaço nas discussões acadêmicas e empresariais devido aos escândalos corporativos, quem têm tornado os investidores mais seletivos nas suas aplicações. Como as empresas precisam de recursos para modernizar seus processos e investir em novos empreendimentos, estes podem ser obtidos a um custo inferior se o investidor for suficientemente atraído pelos padrões de Governança adotados.

A artigo enfatizará a importância da Governança Corporativa em um Mercado de Capitais globalizado. Serão abordados três modelos de Governança Corporativa: o americano, o japonês e o alemão. As questões culturais e a trajetória de desenvolvimento percorrida por diferentes países criaram particularidades na forma como as empresas têm sido administradas e controladas.

Será visto, também, como a proteção oferecida ao investidor e a concentração acionária afetam a Governança Corporativa, através da criação de instituições que fiscalizem e punam as ações de maus gestores, e os aspectos legais dos diferentes sistemas jurídicos no mundo. No que diz respeito ao direito de propriedade, a diversidade de modelos de Governança Corporativa se deve, principalmente, ao grau de importância que se dá à propriedade e aos direitos sobre ela. Da parte do investidor, ele é atraído por um ambiente de respeito à propriedade – em países cujos mercados adotam práticas de Governança Corporativa que protejam os acionistas.

2. GOVERNANÇA CORPORATIVA NO MUNDO

Diante da globalização, as empresas têm agido em duas frentes. Na primeira, elas têm procurado atender o consumidor através de programas e políticas que visem melhorar

suas operações internas e a interação com seu público alvo. Na outra frente está o investidor, cada vez mais cauteloso e exigente ao decidir onde aplicar seu capital.

Hoje, o consumidor tem uma maior variedade de produtos e serviços e uma maior facilidade de acesso a eles. Ele dita as normas e, mais do que nunca, possui muitos meios de descobrir qual a empresa que melhor atende as suas expectativas. Se antes era o consumidor que se moldava ao que o mercado tinha a oferecer, agora é este que deve se curvar ao gosto do cliente. Esse novo paradigma, em cima de sistemas mais enxutos e competitivos, tem tornado o consumidor mais exigente também em relação aos custos daquilo que ele está disposto a consumir.

Da mesma forma que o mercado consumidor, o Mercado de Capitais também tem se mostrado extremamente criterioso quanto às suas aplicações devido a variedade de empresas carentes de investimentos. Como as empresas não podem depender de capital próprio para se expandir, elas necessitam abrir seu capital para financiar novos projetos.

Nesse sentido, a atenção crescente que a adoção de práticas de Governança Corporativa vem recebendo nos últimos anos no mundo se deve à necessidade que as empresas têm em atender investidores com critérios cada vez mais rigorosos sobre onde, quando e o quanto investir. Tais práticas procuram utilizar mecanismos que ofereçam a eles a maior transparência possível para que se sintam seguros.

A importância da Governança Corporativa no mundo se deve ao êxito do sistema corporativo como um todo. Este setor, ao contrário do Governo, tem se mostrado como o verdadeiro condutor do crescimento econômico. Tanto em mercados desenvolvidos como em economias emergentes o sucesso das corporações têm sido medidos pelo êxito das privatizações, na medida em que o Governo buscou minimizar a sua participação na economia. Percebe-se que há, por parte das empresas, uma necessidade global de captar investimentos a um custo baixo, o que só pode ser feito onde investidor e acionista forem bem tratados. Essa é uma das razões pelas quais muitos sistemas têm partido para modificações no sentido de se aproximarem do modelo americano de Governança Corporativa.

As aquisições, falências e fusões, são as manifestações mais visíveis da enorme mudança organizacional da economia. Como essas mudanças são ameaçadoras, muitas vezes o Governo é chamado a agir para restringir tais operações. No entanto, na visão de Jensen (1989), elas devem ser encorajadas, pois, uma vez resolvido o conflito de interesses dos acionistas e dos administradores sobre o controle e uso dos seus recursos, as novas corporações tendem a ganhar muito em eficiência, produtividade e em valor para o acionista.

Os que defendem a tese de que o grande e crescente fluxo de capitais das últimas décadas propicia práticas de governança convergentes, justificam-na pela importância que todos os códigos de Governança Corporativa dão à estrutura e composição do conselho de diretores visando atender aos interesses dos acionistas.

2.1 Modelos de Governança Corporativa

Os caminhos oferecidos pelos modelos de Governança Corporativa surgem de acordo com as leis que balizam os diferentes mercados e segundo a trajetória do desenvolvimento do setor corporativo de cada país. Os diversos modelos servem para evidenciar os elementos-chave de Governança Corporativa e como eles procuram aumentar a eficiência dos vários mercados de capitais. A variedade de códigos de práticas de Governança Corporativa demonstra que não há um modelo único de governança, por conta da diversidade de culturas corporativas verificadas nos diferentes países, resultado de variadas trajetórias e objetivos das empresas em cada um desses países.

2.1.1 Modelo Americano de Governança Corporativa

O modelo americano de Governança Corporativa está direcionado ao acionista, ou seja, utiliza mecanismos cujos objetivos são o alinhamento dos interesses da administração aos dos acionistas. Esta é uma das razões pelas quais, nos Estados Unidos, as ações têm um valor maior quando comparadas com outros mercados.

Segundo Krainer (1997), o modelo americano de governança corporativa obedece ao mesmo mecanismo de uma aquisição hostil. Se a administração não agir de forma a maximizar o valor das ações da empresa este cai e, com a sua queda, investidores externos são atraídos a assumir o controle acionário através do mercado de capitais. Uma vez assumido o controle, os investidores contratam um novo time de administradores que implementarão uma nova estratégia, presumivelmente mais lucrativa.

Outra característica do modelo americano é a elevada dispersão das ações das empresas decorrente de uma maior participação de pequenos investidores no sistema corporativo americano que permanecem investindo mesmo aos sinais de crise. Glassman (2002) afirma que não mais do que 5% das empresas americanas possuem um acionista com mais de 50% das ações ordinárias. Uma das razões para que haja essa dispersão são as medidas adotadas pela legislação americana – como a proibição dos bancos de assumirem o controle das empresas – o que dificulta a concentração acionária. Para Tirole (2001), tanto as regras fiscais quanto as regulatórias desencorajam as instituições financeiras americanas de monitorar as empresas onde elas investem.

Percebe-se também uma diferença menor no tempo que as instituições seguram as suas ações nos Estados Unidos se comparados aos outros países. De acordo com a *NYSE*, o tempo médio de retenção das ações por parte das instituições americanas é de 1,9 ano, um período pequeno se confrontado ao mercado de ações japonês, que as retém por períodos muito mais duradouros.

O resultado da elevada dispersão acionária verificada nos Estados Unidos é que os proprietários não conseguem administrar a empresa, pois tal tarefa exigiria um alto nível de coordenação. O que eles fazem é delegar as responsabilidades administrativas a profissionais contratados. Assim, pode-se dizer que uma característica do modelo americano de Governança Corporativa é a distância que os acionistas têm da direção (*Arm's Length*)¹ e a importância do conselho de diretores que age em seu nome.

Quando os escândalos nas grandes empresas americanas vieram à tona, a opinião pública pressionou o Congresso para que esse criasse uma legislação capaz de resgatar a confiança no mercado investidor. Muitos achavam que algo precisava ser feito para enfrentar o abalo provocado pelas notícias sobre concorrências fraudulentas, negligências dos conselhos em fiscalizar os relatórios contábeis e atuação de maus administradores.

No sentido de restabelecer a confiança do investidor, o Congresso Americano e a *Security Exchange Commission* (SEC) elaboram um conjunto de leis que garantissem, através de medidas que exigissem maior independência para os diretores, e relatórios contábeis mais detalhados, segurança ao investidor. Uma dessas medidas foi a criação, em 2002, da lei Sarbanes-Oxley², que não é nada além de um esforço legislativo endereçado às questões de Governança Corporativa nos Estados Unidos. A lei busca aumentar a responsabilidade dos administradores e reformar as práticas contábeis corporativas. Em última análise, seu objetivo é alterar os incentivos oferecidos à administração da empresa e aos seus auditores de forma a reduzir a frequência das fraudes nos seus relatórios financeiros.

A Sarbanes-Oxley não diz respeito a Governança Corporativa de uma forma geral. Fala do aumento da responsabilidade sobre os altos executivos e das penas por possíveis violações, além de estabelecer mecanismos que regulamentam as firmas de auditoria que prestam serviços para as empresas cujas ações são vendidas publicamente.

Embora as mudanças impostas pela Lei Sarbanes-Oxley e pela SEC tenham sido bem intencionadas, no longo prazo elas não serão benignas, pois poderão ter um efeito adverso muito grande na maneira como as empresas operam e como a economia americana funcionará no futuro. Se tais exigências fossem desejadas pelos investidores, elas poderiam ser instituídas sem a necessidade de uma legislação. Além disso, segundo Weinberg (2003), a total eliminação da fraude – mesmo que possível – nem sempre é desejável. Isto porque a sua eliminação apresenta um custo, que deverá ser arcado por alguma das partes. Ou seja, a redução da fraude só é economicamente viável se o custo marginal da aplicação da lei for menor do que o ganho social advindo da melhora do relatório financeiro. Esse pode vir na forma da redução do risco percebido pelos investidores, que são mais propensos a empregar o seu capital em empresas de capital aberto.

Os investidores, ao retirarem o seu dinheiro e direcionando-o para investimentos mais seguros, são muito mais eficientes na punição de empresas e grupos que não protegeram adequadamente os seus interesses.

Mesmo com a crise que se abateu sobre o mercado de ações nos Estados Unidos, imaginava-se que o abalo na confiança dos investidores seria muito mais profundo e comprometedor. No entanto, o que se percebeu foi a permanência do investidor, só que muito mais exigente e criterioso nas decisões de onde e quando investir. A razão pela qual o americano permaneceu investindo é muito simples: o sistema financeiro nos Estados Unidos goza de boa reputação.

2.1.2 Modelo Japonês de Governança Corporativa

Uma característica bastante particular do modelo japonês de Governança Corporativa é a existência do *keiretsu*, empresas – financeiras ou não – agrupadas segundo os seus interesses em comum, formados a partir da compra de ações, dos negócios e empréstimos. O agrupamento de empresas apresenta concentração acionária cruzada, onde cada empresa do grupo possui uma participação acionária de todas as empresas do grupo. No *keiretsu* bancário o acionista principal é o banco, enquanto que no *keiretsu* não bancário o acionista principal é uma outra empresa (Kaplan e Ramseyer, 1996). Um dos efeitos do *keiretsu* é que até recentemente era praticamente impossível um investidor externo obter controle dentro do *Keiretsu* através da simples compra de títulos no mercado de ações.

O forte vínculo das empresas que compõem o *keiretsu* beneficia os grupos industriais japoneses na medida que possibilita financiamento mais fácil a qualquer membro que esteja passando por dificuldades financeiras. Essa é uma das razões da elevada concentração acionária verificada no mercado de ações japonês, concentração essa que desestimula a entrada de pequenos e novos investidores. Glassman (2002) mostrou que no Japão somente 8% da população investe no mercado de ações, o que é um número bastante baixo levando-se em conta o tamanho da economia. Deste pequeno numero de acionistas, 5% detém 33% das ações no mercado. O mesmo estudo concluiu que as barreiras por uma forte Governança Corporativa no Japão permanecem: muitos interesses da administração e dos acionistas não estão alinhados e direitos de propriedade pouco claros para os investidores estrangeiros.

Jensen (1989) afirma que o modelo corporativo no Japão apresenta os acionistas praticamente sem qualquer poder, e o conselho de diretores composto quase que exclusivamente por pessoas que pertencem ao quadro da empresa. O *keiretsu* se utiliza muito da influência intercorporativa sobre a dívida da empresa e sobre a posse de grande volume de ações nas mãos dos bancos. Para o autor, tal estrutura tem propiciado aos administradores japoneses um monitoramento e restrições cada vez menores. A menos que os acionistas e credores descubram meios que impeçam que os administradores se comportem como administradores americanos, as empresas japonesas correm o risco de fazerem aquisições e operações bastante dispendiosas. Isso gerará, como resultado de longo prazo, um crescimento

e ineficiência da burocracia até o ponto de se exigir um maior controle corporativo para que se evite excessos.

Enquanto nos Estados Unidos se busca um modelo de Governança Corporativa em que conselho de diretores sejam tão independentes quanto possível, no Japão, 95% das empresas possui – no máximo – dois diretores e que não pertencem aos seus quadros (Monks e Minow, 2001).

Mesmo entre os diretores do conselho que não são empregados a independência não é total, uma vez que nas grandes empresas japonesas os membros externos do conselho atendem aos interesses dos maiores credores, enquanto que nas empresas menores os diretores externos representam os interesses das firmas com as quais elas fazem negócios.

Embora com uma estrutura corporativa idêntica a encontrada nos Estados Unidos, no Japão o controle não é separado da gestão. Assim, enquanto nos EUA o conselho de diretores atende os interesses dos acionistas, no Japão a função do conselho é atender os interesses da empresa. Até porque os membros do conselho são empregados da empresa.

Para Hoshi (2003), o sistema de Governança Corporativa japonês se caracteriza por ter seu melhor desempenho em economias que contam com mercados financeiros ativos e que apresentem um monitoramento de baixo custo. Já Garvey e Swan (1995) argumentam que esse controle nas mãos de poucos obstaculiza a entrada de acionistas médios, dificultando assim a democratização do mercado. No Japão, a opinião das instituições financeiras – como acionistas majoritários – tem um peso muito maior do que a dos acionistas minoritários, que, por isso, adotam um comportamento passivo.

Além de todas as diferenças apontadas, acrescenta-se ao modelo de Governança Corporativa japonês uma forte intervenção governamental e uma falta de transparência na contabilidade da empresa. Seria recomendável que as empresas japonesas adotassem algumas das práticas de Governança Corporativa utilizadas nos Estados Unidos, principalmente àquelas que dizem respeito a independência do conselho. No entanto, por questões culturais e estruturais, tais modificações são retardadas.

No Japão, há sinais que demonstram que as empresas estão mudando seu modelo de gestão. Consideram a intervenção governamental feita através de regulamentação prejudicial para o sistema corporativo como um todo. Diferentemente de 1945, hoje estão em estágio avançado e em condições favoráveis para competir, não precisando do nível de proteção do Estado de antes.

2.1.3 Modelo Alemão de Governança Corporativa

O modelo alemão de Governança Corporativa, em muitos aspectos, se parece com o japonês. Essas semelhanças decorrem do fato de tanto a economia alemã quanto a japonesa, terem sido arrasadas na Segunda Guerra Mundial necessitando recomeçar praticamente do nada. Enquanto as decisões visando resultados de curto prazo tornavam os Estados Unidos e Grã-Bretanha como os principais mercados do mundo, a Alemanha e o Japão formavam exemplos de sucesso e eficácia na captação de investimentos de longo prazo (Monks e Minow, 2001).

No modelo alemão de Governança Corporativa, os bancos são portadores da maioria das ações da empresa. Os acionistas as compram e as entregam às instituições financeiras, cujo direito é exercido de acordo com a sua participação acionária, constituindo-se em um agente fiduciário. Essa importante participação acionária torna essas instituições extremamente influentes sobre as decisões da empresa. Os interesses desse tipo de acionista estão nas estratégias de longo prazo e não nos dividendos ou na valorização das ações. Se, por um lado, o envolvimento dos bancos auxilia no melhor desempenho financeiro da empresa, a elevada concentração acionária tem provocado preocupações sobre políticas de precificação

monopolistas e práticas anticompetitivas do mercado. A forte participação das instituições financeiras no controle acionário nas empresas alemãs dificulta as aquisições hostis.

Desde 1976, a lei alemã exige que um terço dos membros do conselho supervisor nas empresas pequenas seja eleito pelos seus empregados, enquanto que nas grandes – com mais de dois mil funcionários – estes podem escolher até 50% do conselho. Os demais componentes são escolhidos pelos acionistas (Monks e Minow, 2001). Tal arranjo oferece muito poder aos trabalhadores junto à administração. É preciso enfatizar que uma grande parte do conselho supervisor será escolhida segundo a lei alemã e não segundo as normas internas da corporação, o que é uma demasiada intromissão governamental nos assuntos internos corporativos.

Quando o Estado – que não conhece todas as necessidades do mercado e tampouco todos os instrumentos para satisfazê-lo – constitui regulamentos que determinam a composição do conselho supervisor segundo o número de empregados da empresa, esquecendo sua natureza e trajetória, fica evidente o caráter coercitivo sobre elas. Este é um dos fatores que contribuem para resultados subótimos, razão pela qual o sistema apresenta desgastes.

O sistema alemão vem apresentando problemas na captação dos recursos necessários para competir no mercado internacional. Demonstrando um rigor crescente em relação às práticas de Governança Corporativa implementadas nos diversos países, os investidores não têm tolerado as más práticas de governança, que seguem restringindo os seus direitos, caso do atual sistema de governança alemão (Carvalho, 2002).

2.2 Governança Corporativa nos Países Desenvolvidos

As estruturas de governança e de propriedade variam mesmo entre os países desenvolvidos. Isto fica claro ao analisar os modelos de Governança Corporativa mais conhecidos. De um lado, temos os sistemas de Governança Corporativa das empresas japonesas e alemãs sob forte influência dos bancos. No outro extremo temos o modelo de Governança Corporativa americano, onde bancos e demais instituições financeiras tem muito pouca influência sobre as estratégias das empresas.

A França e a Itália também possuem um sistema interno de governança bastante forte. A diferença é que nesses dois países o principal investidor de grande parte das empresas é o Governo e não os bancos. Por não conseguirem impedir a sangria nas empresas estatais, nos anos 90 a França e a Itália promoveram a venda de muitas delas.

Uma das características mais fortes da Governança Corporativa nos países desenvolvidos é a grande importância que ela dá ao conselho de diretores, cujas funções são elaboradas pelos comitês que os compõem. Por exemplo, na Austrália, Bélgica, França, Japão, Holanda, Suécia, Reino Unido e Estado Unidos, os comitês são fortemente recomendados, em particular o de auditoria.

Quanto às leis corporativas, Gregory (1999) mostrou que a França, Alemanha e Itália possuem normas mais restritas do que as exigidas nos Estados Unidos e Grã-Bretanha. Tais leis dizem respeito à composição do conselho, aos procedimentos para mudar a estrutura de capital, ao capital mínimo exigido, aos direitos de aquisição etc.

Quanto a União Européia, o bloco tem procurado incentivar e sistematizar a implementação das práticas de Governança Corporativa nos estados-membros. Seguindo o padrão americano, a coordenação prevê estudos sobre as ações de longo prazo na estrutura dos conselhos de diretores das corporações, bem como responsabilizar os diretores por violações comerciais da empresa.

2.3 Governança Corporativa nos Países Emergentes

Com a abertura da economia nos países do Leste Europeu, em partes da América Latina e da Ásia verificada nas últimas décadas, muitas empresas não mais se contentaram em competir somente no seu ambiente doméstico e partiram para a conquista de novos mercados. Durante o mesmo período, um grande avanço científico e tecnológico viabilizou para elas o acesso a informações relevantes a respeito de mercados mais distantes. Esse clima de transformação serviu para o forte incremento do comércio internacional e para um movimento de capitais sem precedentes, o que possibilitou grandes oportunidades para as empresas familiarizadas à competição e fortes ameaças àquelas não acostumadas a concorrência.

A adoção de práticas de Governança Corporativa nos mercados emergentes recebeu um primeiro impulso do Banco Mundial preocupado em criar um ambiente seguro para investimentos. As crises que assolaram os mercados da Rússia, dos Tigres Asiáticos e da América Latina ao longo da década de 90, demonstraram não haver uma estrutura capaz de transmitir segurança ao investidor. Em resposta, o Banco Mundial promoveu reformas globais nos padrões de governança.

Gibson (2002) analisou a eficácia da Governança Corporativa em países emergentes e concluiu que neles ela é ineficaz devido à elevada concentração acionária. Ou seja, em empresas cujas ações estão nas mãos de poucos acionistas, a rotatividade do presidente não tem qualquer relação com o desempenho da mesma. Por outro lado, naquelas com baixa concentração acionária, é grande a probabilidade de o presidente perder seu emprego quando o desempenho da empresa for ruim, o que é um resultado parecido ao que foi encontrado por Kaplan (1994) em seus estudos sobre a Governança Corporativa nos Estados Unidos.

Nos países emergentes, as empresas estão sendo obrigadas a adotarem padrões de Governança Corporativa que tiveram êxito em economias desenvolvidas. Tais padrões consistem em buscar a maior independência possível do conselho, revelar os relatórios financeiros e o desempenho da empresa, e compartilhar a propriedade da mesma (Gouvêa et al., 2002).

Na Ásia, as melhores práticas de Governança Corporativa foram introduzidas na Coreia depois da crise de 1998. Naquele ano o país adotou uma lista de exigências a qual impôs que pelo menos 25% do conselho fosse independente. Este, por sua vez, deve incluir diretores que não pertençam aos quadros da empresa, mas que sejam capazes de desempenhar suas funções independentemente da administração.

Klapper e Love (2003) investigaram as práticas de Governança Corporativa e as medidas de proteção ao investidor no âmbito da empresa verificada nos países emergentes e demonstraram que uma melhor Governança Corporativa está altamente correlacionada com uma melhor performance operacional e maior valorização no mercado.

3. GOVERNANÇA CORPORATIVA E O MERCADO DE CAPITAIS

O desenvolvimento do Mercado de Capitais é um importante componente para a alavancagem do crescimento econômico e social no longo prazo. A sua evolução permite um maior aporte de investimentos e constitui um incentivo à inovação, condição necessária para o desenvolvimento sustentado da economia. A sua importância reside no fato de ele abranger um maior número de empresas.

O Mercado de Capitais possibilita o fluxo de capital do poupador para o investidor, que carece de recursos a um baixo custo, e o aproveitamento das oportunidades em toda a economia não se restringindo somente à empresa. Uma vez viabilizados pelo Mercado de Capitais e recebidos pela empresa, os benefícios contaminam a sociedade como um todo, através do aumento da renda, do bem-estar, dos empregos, etc.

A firma deve ser avaliada de acordo com a sua capacidade de atrair capital a um custo inferior em relação aos gastos resultantes desse investimento. Uma firma que tenha baixo custo de capital pode sempre comprar mercadorias e expandir seu espaço com menos dificuldade do que a concorrência, aumentando o problema dos competidores.

Segundo Carvalho (2002), nos Estados Unidos e Reino Unido a Governança Corporativa privilegia os interesses dos acionistas e investidores, enquanto que nos demais países, entre eles o Brasil, ela baseia-se em evitar que os acionistas controladores não expropriem os minoritários.

Segundo Jensen (1989), empresa de capital aberto é uma invenção social de vasta importância histórica, embasada na capacidade de espalhar o risco financeiro sobre portfólios diversificados de milhões de indivíduos e instituições e permitir aos investidores customizar os riscos a sua circunstância e predileções particulares.

As corporações precisam de capital para conquistar novos mercados e para se manterem nele enquanto os investidores estão inclinados a aplicar seu capital depois de feitas uma série de ressalvas ao escolher onde e quando aplicá-lo. Nesse sentido, Monks e Minow (2001) resumem aspectos que auxiliam o estabelecimento da confiança ao investidor:

- Um sistema regulatório eficaz, capaz de minimizar as chances que o capital investido seja desperdiçado ou perdido, principalmente se os investidores são acionistas minoritários;
- Um conselho de diretores que realmente proteja os interesses dos acionistas;
- Uma contabilidade apropriada que dê uma visão real do desempenho da empresa;
- Um processo de votação justo, que permita a consulta dos investidores antes que seja tomada alguma decisão importante na empresa;
- Relatórios que ofereçam uma visão real do futuro da empresa;
- Liberdade para vender a suas ações pelo maior valor oferecido.

Esses procedimentos de Governança Corporativa são mecanismos que dão maior segurança ao investidor e aumentam o valor da firma. Os instrumentos oferecidos pela Governança Corporativa são utilizados, particularmente, por investidores que acompanham com especial interesse o sistema de compensação e incentivos implementados pela administração.

Como a apresentação de resultados confiáveis e claros aumenta o valor da empresa, a análise sobre as estruturas de governança a ser aplicada deverá oferecer ao investidor condições para avaliar qual empresa tem o melhor sistema de divulgação de informações e menos conflitos de interesses. Por outro lado, sem ter uma nítida visão do que está ocorrendo, o investidor terá demasiada cautela em fazer determinada aplicação, o que pode acarretar grandes perdas.

Ao permitir a negociação da participação acionária de uma empresa através da venda de ações – sem a necessidade da participação de instituições financeiras – o Mercado de Capitais, especificamente o acionário, facilita a diluição do risco de novos investimentos, promove a democratização e a socialização do capital e pulveriza a propriedade das empresas entre pequenos poupadores, diretamente ou através de fundos mútuos e de pensão.

No entanto, para que o Mercado de Capitais funcione bem ele precisa ocorrer em bases sólidas e em um clima de total transparência. Para isso, é necessário que os investidores tenham acesso à informações precisas, que podem ser obtidas através de bons programas de Governança Corporativa. Uma política de divulgação de informações que permita o máximo de segurança ao investidor é tão fundamental quanto buscar alternativas que ofereçam os melhores retornos sobre o investimento. As oportunidades serão maiores em mercados que ofereçam ao investidor um ambiente tranquilo e seguro.

3.1 Mercado de Capitais no Mundo

A queda de muitas barreiras comerciais e o avanço tecnológico estão contribuindo para o incremento do fluxo de capitais e para o aumento da correlação entre o movimento das Bolsas de Valores nos países desenvolvidos e o que se observa nos emergentes. Por essa razão, os padrões de governança utilizados no Mercado de Capitais de países desenvolvidos estão sendo também utilizados nas economias emergentes, que apresentam uma baixa liquidez, se comparados a dos desenvolvidos. Isto ocorre devido aos elevados custos de transação e a deficiente estrutura de governança que ainda se observa nestes países; fatores que dificultam a captação de recursos.

As decisões de investimentos se baseiam na disponibilidade, velocidade e confiabilidade das informações. O que torna o Mercado de Capitais dos Estados Unidos o maior do mundo é o fato de ele apresentar elevado nível de transparência e precisão, o que facilita aos investidores a tomada de decisões mais racionais. Em 1996, o volume total de ações nos Estados Unidos era de 10 trilhões de dólares, maior do que qualquer outro ativo financeiro no mercado americano. Em 1998 esse montante era estimado em 15,1 trilhões de dólares.

Nos EUA, 50% do volume total de ações está nas mãos de indivíduos e o restante é mantido por fundos de pensão, fundos mútuos e companhias de seguro. Os instrumentos de poupança disponíveis para toda a população, especialmente os fundos de pensão, investem no mercado de ações e em títulos de longo prazo, ou seja, a maioria da população tem recursos – direta ou indiretamente – aplicados nesse mercado.

La Porta et al. (1998) mostraram que, países que adotam um sistema judicial herdado do *Common Law* tendem a proteger mais os investidores do que os herdados do *Civil Law*. Um dos meios de se atenuar os problemas advindos da baixa proteção ao investidor é desenvolver mecanismos que substituam a falta de segurança que o investidor percebe ao aplicar seu capital. Para fundamentar a hipótese de que uma elevada proteção legal sobre os investidores contribui para a dispersão acionária, os autores montaram um conjunto de dados onde listavam as dez maiores empresas de 45 países, todas elas de capital aberto e 100% privado. Uma concentração acionária média inferior a 30% foi encontrada somente nos Estados Unidos, Austrália, Reino Unido, Taiwan, Japão, Coreia e Suécia. Nos Estados Unidos, por exemplo, a concentração acionária média para as dez maiores empresas é 20 % (pelo fato de a Microsoft, Walmart, Coca Cola e Intel apresentarem uma elevada concentração acionária). Se os autores levassem em conta empresas menores, essa concentração seria ainda menor. Já países que apresentam sistema jurídico baseado no direito romano, as concentrações variam de 34 a 54% para as maiores empresas. As concentrações mais baixas são dos países da Ásia, cujas corporações são fortemente influenciadas pelos Estados Unidos.

Zinsmeister (2003) traçou um quadro comparativo para demonstrar como o mercado de ações nos Estados Unidos está mais pulverizado e mais difundido se comparado com outros mercados do mundo. No mercado americano, cerca de metade dos adultos possui algum tipo de investimento enquanto que na Alemanha somente 10% dos adultos investem em ações. De acordo com uma pesquisa anual da Merrill Lynch, 24% dos adolescentes americanos são donos de ações, o que caracteriza um aprofundamento nos hábitos de investir. O estudo ainda demonstra que nos Estados Unidos os 5% maiores acionistas não controlam mais do que 25% das ações da corporação, enquanto que na Alemanha os mesmos 5% controlam 56% das ações. Na França, 5% dos maiores acionistas tem o controle de 58% das ações da empresa. Esses números comprovam que o poder financeiro nos EUA tem um perfil bem mais descentralizado do que aquele verificado na Europa, o que contribui para que o mercado americano apresente um pequeno risco de ter o valor de suas ações manipuladas.

Glassman (2002) sustenta que, em 1965, 15% das famílias americanas investiam direta ou indiretamente em ações. No início da década de noventa esse percentual subiu para

20% e hoje se acredita que mais da metade possuem algum tipo de ação. Uma razão para que isso ocorra é o fato de os americanos entenderem bem a natureza do risco do Mercado de Ações: as ações são voláteis no curto prazo, mas nem tanto no longo prazo.

Até 1985, as aplicações em títulos feitas por fundos de pensão nos Estados Unidos eram uma atividade que se restringia ao território americano. A partir de então o quadro mudou, de forma que, entre 1988 e 1998, os investimentos dos fundos de pensão aplicados no exterior pularam de 2% para 12%. O mercado britânico, devido ao seu tamanho, foi obrigado a ter uma atividade de mercado mais global (Monks e Minow, 2001).

Há diferenças significativas encontradas na estrutura de propriedade corporativa, mesmo dentro do bloco das maiores economias do mundo. Nos Estados Unidos o Mercado de Capitais é aberto e disperso, ao passo que no Japão e na Europa a maioria das ações está nas mãos de bancos e grandes empresas. Além disso, na França, Alemanha e Itália são encontrados elevados níveis de concentração de propriedade e um Mercado de Capitais de pouca liquidez, ao passo que nos EUA e Reino Unido observa-se uma estrutura de propriedade bastante dispersa, e um Mercado de Capitais com maior liquidez. Enquanto que na Alemanha cerca de 700 empresas têm suas ações cotadas em Bolsa, na Grã-Bretanha esse número chega a cerca de 3000.

Um aspecto fundamental que favorece o Mercado de Capitais americano é a flexibilidade que ele tem para resolver seus próprios problemas. Se as crises e choques têm algum impacto no curto prazo, este impacto é superado pela confiança adquirida no longo prazo. Mesmo com todos os escândalos envolvendo a administração das empresas e firmas de auditoria, o mercado tem dado sinais de ser capaz de retomar o seu rumo, embora muitas vezes a opinião pública clame – erradamente – por uma interferência governamental. Analisando a forma como o mercado americano se comportou diante dos escândalos corporativos verifica-se que, mesmo antes de qualquer medida governamental no sentido de investigar, indiciar e punir os responsáveis, os investidores já tinham tomado a decisão fazê-lo deixando de investir nessas empresas.

O mercado é sempre eficaz em punir empresas que violam princípios básicos de governança. Mas, como coloca Glassman (2002), mercado não é tudo. Todo o país deve ter agências reguladoras com poder de propor regras e respaldo para aplicá-las. A força de um Mercado de Capitais livre está na sua capacidade de permitir que as empresas se estruturam de maneira que melhor agrade o perfil de investidores que elas desejam atrair. Isso oferece ao investidor uma ampla variedade de escolha com a qual ele pode calibrar os seus riscos.

A incerteza sobre o resultado de uma transação é fundamental para a mudança do comportamento das partes que compõem qualquer negociação, e como a incerteza leva a resultados subótimos, muitos economistas acreditam que as perdas justificam uma intervenção mais forte sobre o mercado. No entanto, é errado pensar que uma autoridade representando o Estado conheça os procedimentos do mercado tanto quanto o próprio mercado.

Em um mercado livre, os investidores avaliam todos os custos e benefícios das suas tomadas de decisão indicando qual o melhor investimento. Mas é impossível antever o arranjo contratual ideal ou saber antecipadamente qual será o mais vantajoso. No entanto, abandonar o mercado significa abandonar o meio pelo qual se obtém o procedimento que dá a melhor resposta. Já que muitas das regras adotadas pelo Governo poderiam ter sido voluntariamente adotadas pelas empresas – se este fosse o desejo dos investidores – é fácil concluir que os benefícios verificados pelas regras impostas serão neutralizados pelos seus efeitos adversos. É importante notar que as mudanças que têm provocado uma melhor administração dos conselhos e um melhor desempenho dos auditores não ocorre devido as novas leis e regulamentos. Ela é resultado de uma mudança na cultura prevalecida nos conselhos e dentro das firmas de auditoria por pressão dos investidores.

3.2 Investimentos

Segundo Jensen (1989), as mudanças ocorridas nas empresas abertas nos últimos 20 anos surgiram por pressão de investidores ativos, na figura de grandes credores ou detentores de elevada quantidade de ações, e ocorreu em resposta ao desperdício e ineficiência verificadas nas empresas.

O momento atual permite que investidores exijam transparência e responsabilidade ao investir seu capital e, por isso, empresas de todo o mundo têm percebido que a melhor maneira de atrair os investimentos necessários é através de políticas de governança que vão ao encontro das exigências dos investidores, razão pela qual as empresas que adotam tais políticas tendem a ser mais valorizadas.

Freqüentemente as perdas nos investimentos podem ter um aspecto positivo na correção dos efeitos perversos de um período de euforia o que leva à necessidade de remanejamento de capital rumo a projetos mais promissores além de tornarem os investidores mais cautelosos, prevenindo, assim, o mercado de futuras bolhas. Nos dias atuais a cautela é mais crítica do que nunca, uma vez que a base do mercado financeiro fica prejudicada se os investidores não forem forçados a realizar as perdas que são conseqüências das suas próprias estratégias de investimentos.

Devido ao interesse da firma em atrair investimentos, percebe-se um maior fluxo de informações relevantes e precisas, o que diminui os custos relativos ao monitoramento da administração realizado pelo conselho. Assim, verifica-se que o comportamento dos investidores contribui para a redução dos custos de agência, observados ao se separar a propriedade da gestão na empresa.

Em uma economia de Mercado, os investidores são recompensados ao alocar corretamente seu capital e, para isso, se dispõem a correr riscos e a aceitar a incerteza, baseados em previsões sobre fornecimentos futuros, demanda, preços etc. E sobre esse cenário direcionam o seu capital para os setores da economia que lhes sejam mais atraentes. Assim, lucram ou sofrem prejuízo dependendo da precisão de suas previsões.

Shleifer e Vishny (1986) demonstram que empresas de capital aberto em países com baixa proteção ao investidor apresentam elevada concentração de acionária. A primeira razão é que nesses países os acionistas precisam de um capital adicional para monitorar os administradores de forma a evitar ser expropriado pelo administrador. A segunda razão é que, por serem mal protegidos, pequenos investidores talvez prefiram comprar ações a um preço tão baixo que empresas sintam-se pouco dispostas a emitir novos títulos. Uma demanda baixa estimularia concentração da propriedade. A concentração acionária, não raro, é eficiente, pois torna mais fácil monitorar a administração.

Para entender as práticas de Governança Corporativa de um país em relação a outro é preciso levar em conta não somente as melhores práticas, mas também a estrutura legal e jurídica de cada um. Os diversos sistemas legais ajudam a explicar os diferentes financiamentos e estruturas das empresas nos diferentes países. Nesse sentido, La Porta et al. (1998) analisaram as diferentes leis que protegem o investidor de país para país, e como essas diferenças afetam as finanças corporativas. Especificamente os autores analisaram se regras mais restritivas, que reduzem as escolhas dos proprietários, são mais eficientes em proteger os acionistas do que regras mais flexíveis. Eles juntaram dados de 49 países cobrindo as regras e analisaram os direitos dados aos investidores e a qualidade da aplicação dessas regras. Há fortes evidências de que a qualidade da aplicação da lei tem um efeito positivo no tamanho dos Mercados de Capitais.

Em outro estudo, La Porta et al. (1997) estudaram como a capacidade da empresa em atrair capital externo varia com os diferentes sistemas legais, importantes para determinar o tamanho e a abrangência do Mercado de Capitais de cada país e concluíram que um bom ambiente legal protege o investidor contra o risco da desapropriação. Hoje, a eficácia dos

sistemas financeiros no mundo está bastante relacionada com a diferença de proteção dada ao investidor contra a desapropriação, com o resultado das leis em vigor e com a qualidade da sua aplicação, que variam muito de país para país.

La Porta et al. (1989) afirmam ainda que os investidores são mais protegidos em países que adotam *Common Law*³, razão pela qual neles se verifica um mercado de capitais mais desenvolvido, não obstante o fato de ter maior probabilidade de se encontrar problemas de agência. Isso ocorre devido à separação da gestão da propriedade, característica das empresas de países que adotam a *Common Law*.

Por outro lado, em países que adotam *Civil Law*⁴, as empresas geralmente são controladas por famílias ou pelo Estado. Devido à fraca proteção aos investidores minoritários, as empresas estão sujeitas a menos problemas de agência. As leis variam ao longo dos diferentes países devido às diferenças na origem legal.

Países que adotam *Civil Law* dão aos investidores menos direitos legais do que os que adotam *Common Law*, independentemente do resultado per capita. Países que adotam *Common Law* dão forte proteção tanto para o investidor como para os credores, enquanto que os países que adotam *Civil Law*, a proteção é fraca.

Himmelberg e Hubbard (2002) investigaram o custo de capital em um modelo com proteção ao investidor. O modelo utilizado se refere às características do ambiente legal, institucional e regulatório como um todo, o que facilita contratos financeiros entre os administradores e investidores externos. Estudando o efeito da proteção aos investidores direcionada no custo de capital, Himmelberg e Hubbard concluíram que uma maior participação acionária dos empregados da empresa e uma maior exposição ao risco resultará em menor investimento e maior custo de capital. Outro efeito de uma fraca proteção ao acionista é a elevação da concentração acionária que, por sua vez, também aumenta o custo de capital.

Os mecanismos de controle disponíveis aos acionistas e investidores são oferecidos pelas leis que regem as corporações de cada país, razão pela qual o investidor deve ter bem claro quais as regras de mercado existentes em cada país ou bloco comercial e optar por economias que apresentem melhores sistemas de proteção, através de um direito de propriedade claro e incondicional.

Segundo os autores, o entendimento é importante em vista da relação existente entre o sistema jurídico empregado em cada país e o nível de proteção ao investidor. Por exemplo, sistemas jurídicos oriundos do *Common Law* protegem mais eficazmente tanto acionistas como credores enquanto os que adotam o *Civil Law* apresentam níveis mais baixos de proteção ao investidor.

Se comparado com os mais pobres, os países desenvolvidos apresentam um sistema legal melhor implementado. Naqueles que adotam um sistema jurídico baseado no *Civil Law* percebe-se um baixo nível de proteção ao investidor. Bebchuk (2002) explica que, ao empilhar leis que mais enfraquecem do que fortalecem o investidor, esses países os afugentam, pois, para assegurar um papel mais importante ao Estado, acabam fazendo um *trade-off* nocivo às partes envolvidas.

Não obstante, é possível adotar um programa similar, mesmo tendo aspectos jurídicos bastante diferentes. Nos países cuja proteção ao investidor ainda é inadequada, ao se valer de arranjos utilizados onde a proteção é mais forte, o resultado não será necessariamente o mesmo.

Em última análise, o que importa não é o custo dos arranjos que a empresa assume visando atrair os investidores, mas sim o quanto eles são eficientes em proteger os interesses daqueles. Ou seja, o custo final estará embutido no preço que os investidores estarão dispostos a pagar e será relacionado ao nível de proteção a eles prometido. Ao proprietário cabe internalizar os efeitos adversos da fraca proteção ao investidor. (Bebchuk 2002).

Como o conselho é o órgão designado para fiscalizar as ações do administrador, as suas atividades na empresa têm recebido especial atenção tanto nos mercados desenvolvidos quando nos emergentes. Mesmo que em alguns países emergentes se dê maior importância aos interesses dos *stakeholders*, os códigos de práticas de Governança Corporativa desses países se concentram na composição e atuação do conselho, no sentido de proteger e aumentar o investimento na corporação.

Neste capítulo foi visto que não há um modelo perfeito de Governança Corporativa, pois a trajetória de desenvolvimento e os aspectos culturais de cada país são fatores determinantes para a estrutura de governança empregada pelas empresas. Dentre os modelos apresentados, aquele que manifesta a maior atração sobre o investidor é o americano, pelo fato de ele dificultar a concentração acionária, respeitar o direito do acionista e investidor, e oferecer um marco regulatório mais claro.

As práticas de Governança Corporativa estão dispostas de acordo com a cultura da empresa, em função da trajetória que ela percorreu. A implementação de um regime único para as mais diversas realidades constitui um problema de difícil solução já que regimes econômicos e jurídicos variam de país para país, o que exige medidas de governança também diferentes. Ao questionar se os bancos devem ter um papel ativo na governança das empresas – caso do Japão e Europa Continental – ou se eles devem agir como nos Estados Unidos, onde exercem função pouco importante, Tirole (2001) afirma que é preciso levar-se em conta o ambiente legal, fiscal e regulatório desses mercados.

4. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Como as empresas precisam de recursos para modernizar seus processos e investir em novos empreendimentos, estes podem ser obtidos a um custo inferior se o investidor for suficientemente atraído pelos padrões de Governança Corporativa. Ao adotá-los, as empresas podem ser favorecidas tanto na captação de investimentos como no aumento do preço das suas ações no mercado.

Na análise dos modelos de Governança Corporativa, percebeu-se que não há um modelo perfeito, tampouco um padrão único de aplicação de boas práticas de Governança Corporativa. Elas devem ser utilizadas seguindo as características de cada economia, levando-se em conta as questões culturais e a trajetória de desenvolvimento percorrida pelos diferentes países. Assim, os padrões de Governança Corporativa deve levar em conta a heterogeneidade dos países, observando suas particularidades legais, culturais e econômicas.

No entanto, devido à atenção que o modelo americano direciona aos acionistas e investidores, através do respeito à propriedade e aos contratos, o mercado de capitais nos Estados Unidos manifesta uma maior atração sobre o investidor. Também contribuem para a afluência de investimentos para o Mercado de Capitais americano, um marco regulatório bem mais claro se comparado aos demais, e a baixa concentração acionária das empresas de capital aberto nos Estados Unidos. Deve se enfatizar o fato de que a dispersão da propriedade é estimulada pelo respeito dispensado a ela. Assim, regras bem definidas quanto ao direito de propriedade, regulamentação inferior aos dos outros mercados e maior precisão das informações liberadas pelas empresas, determinam a elevada liquidez do Mercado de Capitais nos Estados Unidos.

Foi visto também como os aspectos legais dos diferentes sistemas jurídicos no mundo produzem resultados desiguais na apuração das fraudes e na punição dos responsáveis. Nos Estados Unidos – país cujo sistema jurídico origina-se do *Common Law* – o controle acionário é pulverizado e a ingerência do Estado na atividade econômica, limitada, ao contrário do que é observado nos países que adotam o *Civil Law*.

De acordo com a literatura sobre o tema, a Governança Corporativa é mais decisiva em países com fraco sistema de apuração de fraudes e de punição aos responsáveis. Em outras

palavras, a Governança Corporativa tem importância crítica em países onde o investidor não é devidamente protegido.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AOKI, Masahiko. Toward an Economic Model of the Japanese Firm. Journal of Economic Literature. v. 28, p.1-27, 1990.
- BERNDT, Markus. Global Differences in Corporate Governance: Systems Theory and Implications for Reforms. Harvard Law School, 2000. Disponível em <http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/> Acesso 08 Mar 2004.
- CAMPOS, Carlos E; NEWELL, Roberto E.; WILSON, Gregory. Corporate Governance Develops in Emerging Markets. McKinsey on Finance, p. 15-8, winter, 2002.
- CARVALHO, Antônio Gledson. Ascensão e Declínio do Mercado de Capitais no Brasil: a experiência dos anos 90. Ago de 2000 Disponível em <<http://www.econ.fea.usp.br/gledson/down/ascensao.pdf>>. Acesso 04 jul. 2004.
- _____. Governança corporativa no Brasil em Perspectiva, Revista de Administração. São Paulo v. 37, n. 3. p. 19-32, Jul-Set 2002.
- CAVALCANTE, Francisco; MISUMI, Jorge Yoshio. Mercado de Capitais. 5 ed. Rio de Janeiro: Editora Campus, 2003.
- CHAMLOU, Nadereh; ISCANDER, Madgi. Corporate Governance: A Framework for Implementation. Disponível em <http://publications.worldbank.org/e-commerce/catalog/product?item_id=213536>. Acesso em Jun 2003.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa. 2002. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em Fev 2004.
- DENIS, DIANE K. Twenty-five Years of Corporate Governance: research and counting. Review of Financial Economics v.10, p. 191-212, 2001.
- FELTON, Robert F.; WATSON, Mark., Change Across the Board. McKinsey Quarterly, 2002. Disponível em <http://www.mckinseyquarterly.com/ar_g.aspx?ar=1415&L2=39-16k> acesso Dec 2003.
- FRANCIS, Jere R.; KHURANA, Inder K.; PEREIRA, Raynolde. Investor Protection Laws, Accounting and Auditing Around the World. University of Missouri-Columbia, Out 2001. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=287652> acesso Nov 2003.
- GARVEY, Gerald T.; SWAN, Peter L..The Economic of Corporate Governance: Beyond the Marshallian Firm. Journal of Corporate Finance. v.1, p. 139-174, 1994.
- GIBSON, Michael S. Is Corporate Governance Ineffective in Emerging Markets? Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs, Federal Reserve Board, Washington, D.C. 2002. Finance and Economics Discussion Series.
- GLASSMAN, James K. The Rise of Corporate Governance and the Democratization of Finance. 02 Abr 2002. Disponível em http://www.aei.org/search/sectionID.11,filter./news_result.asp> Acesso Ago 2003.
- GOUVÊA, Alexandre; LAOUCHEZ, Jean-Marc; LINDENBOIN, Patrícia. Brazilian Boardrooms. McKinsey Quarterly, n.2, 2002.
- GREGORY, J. Holly. Corporate Governance Guidelines and Codes in Emerging Countries. United States., disponível em <http://www.aei.org/search/sectionID.11,filter./news_result.asp> acesso Jan. 2004.
- HERMALIN, Benjamin E.; WEISBACH, Michael S. Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: a survey of the economic literature. Economic Policy Review. Federal Reserve Bank of New York. v.9, n.1, Abr 2003.
- HOSHI, Takeo. Understanding Japanese Corporate Governance. 1997. Disponível em <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=10465> Acesso 19 Nov 2003.
- JENSEN, M.; MECKLING, W. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. Journal of Financial Economics, v.3, n.4, p. 305-360, Out 1976.
- JENSEN, Michael C. Eclipse of the Public Corporation. Havard Business Review; 60-70, 1989. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/abstract=146149>. Acesso Jun 2003.

_____. *The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems.* Journal of Finance, p. 831-80, 1993.

KAPLAN, S; RAMSEYER, J. Those Japanese Firms with Their Disdain for Shareholders: another fable for the academy. Washington University Law Quarterly. v.74, p. 403-18, 1996.

KAPLER, F., Leora. e LOVE, Inessa., CG: Investor Protection and Performance in Emerging Markets. 2002. Disponível em <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=303979> Acesso Fev 2003.

KESTER, W. C., Capital and Ownership Structure: a comparison of United States and manufacturing corporation, Financial Management. v.15, p. 5-16, USA, 1986

KRAINER, Robert. Corporate Governance and Business Cycle in G-7 Countries: do institutions really matter? 2000, disp. em <<http://www.nuff.ox.ac.uk/users/doornik/eswc2000/a/0049.html>> acesso Jan 2004

LA PORTA, Rafael; LOPES-DE-SILANES, Florêncio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W.; Legal Determinants of External Finance. The Journal of Finance. v. 1, 2, n.3, 1997..

LA PORTA, R.; SILANES, F.; SHLEIFER; VISHNY Robert W. Law and Finance. The Journal of Political Economy. v. 106 n. 6, p. 1113-55, 1998.

LA PORTA, Rafael; SILANES, Florêncio; SHLEIFER, Andrei. Agency Problems and Dividend Policies Around the World. The Journal of Finance. v. 54, n. 2, p. 471-517, 1999.

LICHT, Amir N.; GOLDSCHMIDT Chanan; SCHWARTZ, Shalom H. Cultural, Dimensions of Corporate Governance Law, Law and Finance. Cultural, draft nº6 CFL6-SSRN.doc., 2001.

MONKS, R.; MINOW, N. Corporate Governance. Massachusetts-USA: Blackwell Publishers, 1995.

NELSON, James. Corporate Governance Practices, CEO Characteristics and Firm Performance. Journal of Corporate Governance. Jul 2003.

Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico. Princípios de Governança Corporativa da OCDE. Disponível em <<http://www.oecd.org/dataoecd/32/18/31557724.pdf>>. Acesso Out 2003.

OXLEY, Michael G.; Rebuilding Investor Confidence, Protecting U. S. Capital Markets. House Committee on Financial Services, 2002.

PALEPU, Krishna; KHANA, Tarun; KOGAN, Joseph. Globalization and Similarities in Corporate Governance: a cross-country analysis – negotiation, organization and markets – Harvard University. Working Paper nº 02-31, isponível em:< <http://papers.ssrn.com/abstract=323621>> Acesso Ago 2003

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD Randolph W.; JAFFE, Jeffrey F. Administração Financeira, Corporate Finance – Editora Atlas, São Paulo, 2002

SHEARD, P. The main Bank System and Corporate Monitoring and Control in Japan. Journal of Economic Behavior and Organization, v. 11, Issue 3, p. 399 – 422, 1989.

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. A Survey of Corporate Governance. The Journal of Finance. v. 52, n. 2, p. 737-83, 1997.

SILVA NETO, Lauro de Araújo. Derivativos: Definições, Emprego e Risco. 2 ed. São Paulo: Editora Atlas, 1997.

STIGLITZ, J. E., Credit Markets and the control of Capital. Journal of Money, Credit and Banking, 1985

SWAAN C. DE AND NEIL W. C. HARPER. Getting what you for with stock options. The McKinsey Quarterly, n.1, 2003.

TIROLE, Jean: Corporate Governance. Econometria, v. 69, nº 1, p. 1-35, 2001.

VENTURA, Luciano Carvalho. et al. Patrimônio e Sucessão: Como Garantir os Herdeiros e os Negócios. São Paulo, Maltese, 1993. Disponível em: <<http://www.lcvco.com.br>> Acesso Ago 2003

VENTURA, Luciano Carvalho. Notícias sobre Governança Corporativa. LCV News, ano 5, nº 30, Set.-Out. 2003. Disponível em: <<http://www.lcvco.com.br>> Acesso Ago 2003

WEINBERG, John A. Corporate Behavior – Economic Policy Review - Federal Reserve. v. 9; n. 1, Apr.2003.

WEISS, Ricardo. Avanços em Governança Corporativa no Brasil. Revista Exame, São Paulo, 13 Ago 2002.

ZINGALES, L. Corporate Governance: the New Palgrave dictionary of economics and the law, University of Chicago. 1997. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=46906> acesso Jan 2004.

_____. Corporate Governance: University of Chicago; National Bureau of Economic Research (NBER); Centre for Economic Policy Research (CEPR); European Corporate Governance Institute (ECGI). Dez 1997. Disponível em < http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=226064 >

¹ *Arm's length* é a forma utilizada para explicar a alta dispersão da propriedade e o baixo controle dos acionistas sobre a administração (Xu e Wang, 1997).

² A lei Sarbane-Oxley tem tido grandes implicações nos conselhos corporativos, comitês de auditoria, relatórios financeiros, e a regulamentação da profissão de contador e auditor. A sua aplicação está sendo estudada em muitos países como parte dos esforços para melhorar a Governança Corporativa nos mercados emergentes.

³ *Common Law* se originou na Inglaterra e é amplamente adotada nas ex-colônias inglesas, entre as quais o Canadá e os Estados Unidos. Deriva de decisões feitas pelos juizes em disputas específicas, para serem a seguir incorporadas como leis escritas pelos legisladores.

⁴ *Civil Law*, um derivativo do Direito Romano, se apóia em estatutos e códigos legais. Diferentemente da *Common Law*, a Lei civil é desenvolvida com o objetivo de conceber regras normativas de conduta (Francis et al. 2001).