

2. Referencial Teórico

2.1. Evolução do Conceito de Governança Corporativa

O conflito de interesses e a assimetria de informação entre aqueles que possuem a propriedade de uma empresa e aqueles que a gerenciam, denominados problema de agência, começou a ser tratado criteriosamente a partir dos trabalhos de Berle e Means (1932) e Jensen & Meckling (1976). Tais conflitos, aliados ao alto custo de se monitorar a atividade dos gerentes, a fim de verificar se estão agindo em prol da maximização da riqueza dos proprietários, têm como conseqüência a diminuição do valor da empresa (*ceteris paribus*).

Com a finalidade de evitar a depreciação do valor da empresa e de assegurar aos acionistas retornos aos seus investimentos surgiu, então, a governança corporativa. Seu propósito inicial, quando do seu surgimento nos Estados Unidos, era a proteção dos direitos dos acionistas minoritários de forma a garantir que estivessem sempre corretamente informados sobre as decisões tomadas pelos executivos da empresa. Com a globalização, a rapidez do fluxo de informações e de capital, e as privatizações, o conceito de governança corporativa também evoluiu.

Para o IBGC, governança corporativa é “o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre Acionistas/Cotistas, Conselho de Administração, Diretoria, Auditoria Independente e Conselho Fiscal. As boas práticas de governança corporativa têm a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para a sua perenidade”¹.

O conceito e a finalidade da governança para a CVM é muito semelhante. Segundo a instituição, governança corporativa é o “conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as

¹ Conforme o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC, 3ª Versão (2003). Disponível em www.ibgc.org.br.

partes interessadas, tais como, investidores, funcionários e credores, facilitando o acesso ao capital”².

No processo em busca das melhores práticas de governança, diversos autores³ definem os mecanismos de governança corporativa como sendo internos e externos à firma. Internos à companhia são tipicamente o Conselho de Administração, a estrutura de propriedade da empresa e o sistema de remuneração dos altos executivos, além do comitê fiscal e o comitê de avaliação dos executivos. Já os externos podem ser caracterizados como sendo, por exemplo, o ambiente regulatório e o sistema legal do país.

Para Jensen (1993), existem ainda duas categorias de mecanismos externos de governança corporativa, quais sejam: (i) o mercado de capitais e de fusões e aquisições; e (ii) o setor de atuação da empresa.

Independente dos diferentes tipos de mecanismos considerados, as pesquisas realizadas sobre governança têm procurado verificar como esses instrumentos influenciam o desempenho, o valor de mercado da empresa ou até mesmo como atuam na redução da assimetria de informação entre os responsáveis pela gestão e aqueles que detêm o controle. Além disso, muitos estudos buscam verificar como a governança corporativa tem evoluído em diferentes países, destacando o papel do Estado e dos padrões culturais nas práticas adotadas.

Diante disso, durante as próximas seções deste capítulo, serão feitas breves apresentações de parte da literatura existente sobre os pontos acima discutidos. A intenção aqui é demonstrar a variedade de literatura disponível sobre governança corporativa, destacando, principalmente, os trabalhos empíricos realizados.

² Conforme a Cartilha “Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa”, Junho (2002). Disponível em www.cvm.gov.br.

³ Como, por exemplo, Shleifer & Vishny (1997) e Denis & McConnell (2003).

2.2. Sistemas de Governança Corporativa

As práticas de governança corporativa não são coincidentes em todo mundo. Dentre as possíveis diferenças existentes, pode-se citar desde as características da estrutura de propriedade das empresas, passando pelo papel dos bancos nas diferentes economias, até o sistema legal vigente em cada país. Dessa forma, o ambiente institucional no qual cada empresa está inserida acaba exercendo um papel importante nas práticas de governança que são adotadas, assim como a configuração do mercado de capitais e a forma pela qual os investidores são protegidos. Em função disso, é esperado que os países apresentem diferenças entre os sistemas de governança corporativa das suas empresas.

Para Hoskisson, Yiub & Kim (2004), o sistema de governança de cada país é parte de um conjunto de instituições que criam oportunidades para atividades de inovação e, conseqüentemente, competitividade global. Diante disso, quando uma empresa ingressa em novo mercado ou decide expandir suas operações além de suas fronteiras geográficas, é preciso que se considere, dentre os diversos fatores, o sistema de governança vigente. Isso pode impactar não só a forma de colocação da empresa e de seus produtos naquele mercado, como também em que ambiente financeiro ela terá que atuar, com que tipos de agentes terá que negociar e como obterá acesso aos recursos necessários.

Nos Estados Unidos, por exemplo, como o mercado de capitais é desenvolvido, as práticas de governança corporativa também encontram-se em um estágio de evolução avançado. Conforme Koen (2004), o sistema de governança americano é caracterizado por ter um sistema financeiro onde as empresas trabalham com horizontes de relativo curto-prazo, mas onde, ao mesmo tempo, se assumem riscos maiores. Essa característica também faz parte de sistemas como o canadense, o australiano e o do Reino Unido.

Uma outra semelhança entre os sistemas dos Estados Unidos e do Reino Unido reside no fato de que as grandes empresas dessas localidades possuem estruturas de capital bastante pulverizadas. Isso é, não é muito comum existirem empresas com poucos acionistas com grandes participações de capital.

Diferentemente dos sistemas apresentados, a governança corporativa na Alemanha é bastante peculiar. O mercado de capitais é relativamente pequeno.

A estrutura de capital das empresas é pouco pulverizada, ficando nas mãos de grandes acionistas, geralmente, bancos e seguradoras.

No Japão, em decorrência de sua cultura coletivista, o objetivo das empresas tem sido a busca pelo equilíbrio dos interesses dos *stakeholders* e a garantia do emprego vitalício para seus funcionários. Assim como na Alemanha, os bancos são a principal fonte de recursos para as empresas japonesas, exercendo o papel de financiadores. Estas costumam ter seus conselhos de administração compostos exclusivamente por executivos da companhia.

Alguns autores analisam os sistemas de governança corporativa existentes, procurando verificar suas semelhanças e diferenças. Usualmente, a distinção é feita utilizando-se como critério os tipos de instituições que financiam as empresas em um determinado país. A partir disso, dois sistemas de governança corporativa costumam ser identificados⁴, quais sejam, aqueles centrados no mercado ou Anglo-Saxão (adotado nos EUA, Reino Unido, Irlanda, Austrália e Canadá) e aquele centrado nos bancos ou Nipo-Germânico (presente na Europa do Norte, Japão e Coréia do Sul). Já autores como La Porta *et al.* (2000) diferenciam os sistemas de governança corporativa dos países de acordo com as diferenças existentes entre os direitos dos investidores.

Independentemente da forma que se utilize para classificar os sistemas de governança, os países sempre possuem diferenças em suas legislações, na forma em que os investidores são protegidos, na característica das estruturas de capital das empresas, etc. Tais diferenças são, na opinião de Bhasa (2004), os maiores obstáculos para a convergência dos sistemas de governança corporativa dos países. A convergência só ocorrerá quando existir uma maior harmonia das práticas corporativas e dos sistemas legais. Isso se torna crucial, na medida em que surgem organizações supranacionais, como resposta ao processo de globalização, as quais impõem um grande desafio às práticas de governança das nações. Sendo assim, torna-se importante o desenvolvimento de métodos para integrar as práticas corporativas domésticas aos melhores padrões seguidos internacionalmente. A mera compilação de relatórios e recomendações sobre práticas de governança não irá garantir a real adoção de boas práticas.

⁴ Veja, por exemplo: Denis & McConnell (2003), Palepu, Khanna & Kogan (2002), Koen (2004), Allen e Gale (2000) e Bhasa (2004).

No entanto, esse processo de convergência para um padrão de governança corporativa global deve considerar o fato de que o que pode ser considerado uma violação dos direitos dos *stakeholders*, em um país, pode não ser necessariamente assim considerado em outro. Essas diferenças nas práticas de governança podem advir de diferentes estruturas legais e culturais adotadas pelos países.

Além dessas divergências, podem existir também divergências com relação aos interesses e ao processo de barganha entre os potenciais *stakeholders* de uma organização. Isto é, quando uma empresa compete globalmente, atuando em diversos países, ela pode se defrontar com uma diversidade de interesses dos *stakeholders* em cada país que esteja presente. Isto pode impor restrições à empresa, com relação aos seus objetivos e à capacidade da empresa em se adaptar a mudanças no seu ambiente.

Bratton & McCahery (1999) afirmam que, nesse processo de convergência dos padrões de governança corporativa para o modelo Anglo-Saxão, os modelos de governança existentes não podem ser vistos isolados do restante dos arcabouços institucionais da economia.

Segundo os autores, a própria literatura demonstra a grande variedade existente entre alguns mecanismos essenciais de governança corporativa como, por exemplo, a importância de grandes acionistas, a proteção legal dos *shareholders*, a extensão pela qual as leis relevantes são aplicadas, o tratamento dado aos *shareholders*, a forma pela qual os executivos são remunerados, dentre outros. Dada essa diversidade, os sistemas de governança corporativa entre os países dificilmente irão convergir, em virtude e como resultado da globalização. Para os autores, a governança deve compreender o que um país e suas empresas podem fazer de melhor na economia global.

Já no estudo elaborado por Palepu, Khanna & Kogan (2002), procura-se verificar a existência de correlação entre a globalização e a similaridade dos padrões de governança corporativa nos países desenvolvidos. Os resultados demonstram que a globalização estaria induzindo uma convergência das normas e padrões de governança entre os países. Entretanto, não encontram-se evidências para afirmar que tais práticas de governança corporativa estejam sendo implementadas.

Tal visão é compartilhada por Branson (2000), que afirma que a convergência em termos de governança corporativa pode ocorrer em áreas discretas, como na contabilidade financeira. Entretanto, para o autor, essa convergência ocorrerá mais provavelmente em dimensões regionais do que globalmente. Isso também porque, em todo mundo, existem diversas culturas, diferentes tipos de economia, além de bilhões de pessoas, os quais seriam ignorados por aqueles que pregam ou acreditam na convergência em termos globais.

Já para Denis & McConnell (2003), somente o tempo dirá qual será o limite para a convergência dos sistemas de governança corporativa. A extensão de tal convergência deve ser afetada pelas forças de mercado, embora essas não permitam se operar sem empecilho algum em todo o mundo. A convergência em direção a uma proteção legal mais forte dos investidores será provavelmente resultado do aumento dos investimentos e do crescimento dos países.

A visão de Coffee (1999) e La Porta *et al.* (2000) também é a de a convergência dos sistemas de governança corporativa é politicamente difícil e improvável, dada a enormidade de legislações que precisariam ser modificadas.

De acordo com Branson (2000), essa diferença que existe entre os sistemas legal e regulatório dos países pode abrir espaço para o que o autor denomina de “arbitragem regulatória”. Segundo ele, uma empresa multinacional pode optar por se instalar em um determinado país onde a regulação e o sistema legal imponha pouco ou nenhum obstáculo às atividades que deseje realizar.

Por outro lado, Hansmann & Kraakman (2001) afirmam existir uma forte probabilidade de convergência em direção a um único modelo de governança. Segundo os autores, algumas formas básicas de governança já teriam alcançado um certo grau de uniformidade, ou seja, as economias estariam se aproximando de um consenso global de que os administradores devem agir conforme os interesses de todos os acionistas, tenham, esses, controle ou não sobre a empresa.

Os autores reconhecem que a convergência das leis corporativas pode ser um processo mais lento do que a convergência das práticas de governança. Entretanto, esperam que a pressão pela convergência das leis será forte e será, finalmente, bem-sucedida.

Há que se ressaltar que o processo de convergência dos sistemas legais dos países é um problema extremamente complexo, que extrapola o âmbito jurídico, e distinto da tendência de uniformização das práticas de governança corporativa.

Com relação a esta última tendência, Almeida (2001) realizou uma análise comparativa detalhada entre 21 dos cerca de 50 Códigos de Melhores Práticas de Governança Corporativa existentes no mundo. Segundo a autora, os tópicos mais abordados nos Códigos são aqueles relacionados ao Conselho de Administração, à Independência e à Transparência.

2.3. Evidências Empíricas da Governança Corporativa nas Empresas Não-Financeiras

A relação entre os diferentes mecanismos de governança corporativa com medidas de desempenho ou valor de empresas tem sido o foco de diversas pesquisas realizadas em todo mundo. Nesta seção, são apresentados alguns destes estudos, bem como os resultados obtidos pelos trabalhos cujo foco foram companhias brasileiras.

Um mecanismo interno de governança corporativa muito estudado costuma ser o Conselho de Administração. As características geralmente analisadas são: o tamanho do Conselho (número de membros); a presença de conselheiros externos, ou seja, que não sejam funcionários da empresa; e a acumulação dos cargos de presidente do Conselho e de Diretor-Presidente da empresa pela mesma pessoa.

Com relação ao tamanho do Conselho, a literatura tem indicado que quanto maior o conselho, menor a eficácia dos conselheiros no monitoramento dos executivos. Conselhos com número excessivo de membros também acabam tendo o processo de tomada de decisão prejudicado. Para Jensen (2001), o Conselho deve ter no máximo 8 membros para que possa operar de forma eficaz.

As evidências empíricas corroboram tais afirmações, na medida em que os resultados demonstram uma relação inversa entre o tamanho do Conselho e variáveis de desempenho, rentabilidade e valor de mercado. O trabalho de

Yermack (1996) analisou tal relação com o indicador de rentabilidade, Retorno sobre o Ativo (ROA), e com a medida de valor da empresa, Q de Tobin. Índices de lucratividade também foram o alvo das pesquisas de Mak e Yanto (2002) e de Eisenberg, Sundgren e Wells (1998), e, da mesma forma, levaram à conclusão de que Conselhos de Administração compostos por poucos membros estão associados a melhores desempenhos. O estudo realizado por Dennis e McConnell (2003) indica que, de forma consistente com o que se evidencia nos Estados Unidos, há evidência de relação negativa entre o tamanho do Conselho e o desempenho em vários outros países.

Uma outra característica do Conselho de Administração muito estudada é a existência de conselheiros externos na composição do Conselho e qual a proporção que poderia ser considerada ideal. A presença de tais conselheiros é vista como indutora de um melhor desempenho, na medida em que podem ser considerados, *a priori*, monitores imparciais e isentos de uma tendenciosidade que poderia existir na tomada de decisão, comparativamente a um membro do Conselho que pertença à companhia ou que possua algum tipo de vínculo com a mesma.

As evidências empíricas, entretanto, não são tão homogêneas quanto aos seus resultados, de forma que não é possível se afirmar que existe um consenso na literatura quanto a uma relação negativa significativa entre a proporção de conselheiros externos em um Conselho e medidas de valor e desempenho financeiro das empresas. Em um estudo sobre empresas japonesas, realizado por Kaplan e Minton (1994), foi verificado que a presença de conselheiros externos aumenta de forma moderada o desempenho. Já as pesquisas de Bhagat e Black (1999) e Barnhart e Rosensteins (1998) indicaram uma correlação negativa entre a proporção de conselheiros externos e o Q de Tobin.

Becht, Bolton e Röell (2002) fazem uma análise da literatura de governança, bem como das evidências empíricas sobre mecanismos de governança e desempenho, nos Estados Unidos, e verificam uma certa variabilidade nos resultados obtidos pelos estudos analisados. Os autores encontraram resultados que sugerem que a composição do Conselho de Administração e o desempenho das empresas não estão relacionados — conforme Hermalin e Weisbach (2001); que esta relação é incerta — de acordo Bhagat e Black (1999); e que a relação é, no máximo, ambígua — segundo Romano (1996). Inclusive, para Hermalin e Weisbach (2001), a presença de

mais conselheiros externos contribuiria para que o Conselho tome decisões mais acertadas.

Não obstante, estudos ainda demonstram que um grau muito superior de independência também pode ser prejudicial ao valor de mercado de uma companhia. Pesquisas como as de Bhagat e Black (2002) e Barnhart, Marr & Rosenstein (1994) indicaram que empresas com conselhos muito independentes podem ter um valor menor.

Dessa forma, pode-se perceber que a literatura, até mesmo pela falta de modelos teóricos robustos, ainda está distante de obter um consenso sobre o impacto da composição de um Conselho de Administração no desempenho e valor das empresas.

Por fim, alguns estudos costumam analisar a situação onde os cargos de Presidente do Conselho de Administração e de Diretor-Presidente da empresa são exercidos pela mesma pessoa. Na medida em que o Conselho é um órgão que orienta e monitora as ações realizadas pela diretoria, tais tarefas ficariam prejudicadas caso houvesse acumulação dos cargos e, conseqüentemente, de poder em uma mesma pessoa. Não obstante, muitos Códigos de Boas Práticas de Governança Corporativa, não só no Brasil, como no Reino Unido, por exemplo, recomendam a não acumulação dos cargos.

Por mais intuitiva que esta suposição possa ser, poucos são os estudos empíricos sobre o tema e seus resultados além de pouco consistentes, indicam que o fato dos cargos não serem ocupados pela mesma pessoa, não significa que o desempenho será melhor.

Um outro mecanismo de governança corporativa analisado em muitos estudos é a propriedade nas empresas. Muitos autores abordam este tema, discutindo as vantagens e desvantagens de uma companhia ter uma estrutura de propriedade concentrada. Dentre os benefícios poderia-se citar o fato de que grandes acionistas, por desejarem obter o máximo de retorno aos seus investimentos, tomariam decisões acertadas e que agregariam valor às empresas. Por outro lado, discute-se que a existência de grandes acionistas poderia suscitar o problema de agência, na medida em que o interesse em maximizar sua própria riqueza se sobrepusesse ao interesse de aumentar o valor da empresa. Além disso, estruturas onde o controle está nas mãos de poucos grandes acionistas também podem resultar em ações concertadas.

Sendo assim, alguns autores procuram verificar de que forma a estrutura de propriedade, bem como a existência de acionistas com elevadas participações ou que detêm grande parte do controle da empresa, afeta o desempenho e valor de mercado da mesma. Demsetz e Lehn (1985) afirmaram que não haveria relação entre a estrutura de propriedade de uma empresa e o seu desempenho, apesar dos modelos teóricos propostos Jensen e Meckling (1976) e Stulz (1988) sugerirem o oposto. Conforme Silveira (2004), os primeiros trabalhos empíricos sobre o tema indicaram a existência de uma relação significativa entre a estrutura de propriedade e o desempenho das empresas. Entretanto, os trabalhos mais recentes têm apresentado resultados que demonstram que a estrutura de propriedade não seria uma variável exógena e tampouco que exerce influência sobre o desempenho das firmas.

Por fim, um outro mecanismo interno de governança objeto de diferentes estudos é a política de remuneração dos executivos das empresas. Tanto o nível quanto estrutura de remuneração são determinados pelo Conselho de Administração. As pesquisas que abordam este tema procuram verificar de que forma a política de remuneração dos executivos afeta tanto o alinhamento dos interesses entre executivos e acionistas, quanto o desempenho das firmas. Os estudos costumam também relacionar tais variáveis com o tamanho do Conselho de Administração. No estudo realizado por Yermack (1996), procurou-se verificar a existência de relação entre a remuneração dos executivos, desempenho e tamanho do Conselho. Os resultados demonstraram que, nos Conselhos com um número menor de membros, desempenho e remuneração estão mais fortemente relacionados.

No Brasil, também são encontrados alguns estudos, que analisaram o impacto da adoção de práticas de governança na valorização das empresas nacionais não-financeiras.

Um importante trabalho realizado sobre o tema foi o de Silveira (2002), o qual procura verificar estatisticamente se o valor de mercado e o desempenho da companhia aberta brasileira se relaciona de forma significativa com a sua estrutura de governança corporativa. A análise feita tem como escopo todas as companhias abertas não-financeiras negociadas na BOVESPA que apresentaram liquidez maior de 0,001% nos anos de 1998, 1999 e 2000.

De forma sintética, o autor encontrou como resultado que a relação entre governança corporativa e valor é diferente daquela entre governança e desempenho. As variáveis de governança utilizadas (presença de pessoas distintas ocupando os cargos de diretor executivo e de presidente do conselho, tamanho do Conselho de Administração e independência do Conselho de Administração) apresentaram uma relação maior com o valor de mercado da empresa do que com o seu desempenho. De acordo com o autor, a variável diretor executivo como presidente do conselho apresentou os resultados mais importantes, com forte evidência de que, em média, as empresas que têm pessoas distintas ocupando os cargos de diretor executivo e presidente do conselho são mais valorizadas no mercado. Já a variável tamanho do conselho indicou que as empresas com um número intermediário de conselheiros alcançam melhor desempenho. Por fim, a variável independência do conselho não apresentou relação significativa com as variáveis de valor e desempenho.

Analisar a relação entre propriedade e controle e valor e desempenho das empresas não-financeiras privadas brasileiras também foi o objetivo do estudo desenvolvido por Okimura (2003). Uma das diferenças para o trabalho anterior foi que neste o período de tempo compreendeu os anos de 1998 até 2002. Uma outra diferença para o trabalho anterior foram as variáveis utilizadas, já que este utilizou variáveis diferenciadas com relação à estrutura de propriedade das empresas.

Destaque-se que a análise feita pelo autor buscou investigar os conflitos de agência existentes nas empresas resultantes da separação entre propriedade e controle sob o ponto de vista da governança corporativa. Interessante notar que os resultados obtidos nesse trabalho corroboram aqueles encontrados no estudo de Silveira (2002), não obstante as variáveis independentes utilizadas serem distintas. O autor concluiu, então, que a relação entre estrutura de propriedade e controle e valor é mais evidente do que a relação entre estrutura de propriedade e controle e desempenho. Ou seja, a percepção do mercado e dos investidores seria mais evidente do que os resultados econômico-financeiros.

Um outro estudo semelhante foi elaborado por Soares (2003), porém com uma amostra distinta. O autor analisou o desempenho dos valores das ações de sete empresas do setor de papel e celulose, procurando verificar se as empresas que aderiram ao Nível 1 de Governança Corporativa da Bovespa tiveram

desempenho superior àquelas que não o fizeram. Os resultados encontrados demonstraram que as empresas que aderiram ao novo mercado obtiveram desempenho superior, medindo-se pelas taxas de crescimento dos valores das ações. A partir disso, o autor verifica então que o mercado cada vez mais exige que as empresas tenham um comportamento transparente e que atuem com responsabilidade social para que obtenham um desempenho superior ao dos seus concorrentes. Em um futuro próximo, tais características, de acordo com Soares (2003), não seriam mais diferenciais de mercado, mas sim condições necessárias para que a empresa sobreviva no mercado.

Os resultados do estudo desenvolvido por Silva (2003) também sugerem que a variável de mercado possua uma relação mais forte com as variáveis de governança corporativa do que as variáveis de desempenho, o que seria instintivo pelo fato da governança afetar diretamente os investidores.

Sendo assim, todos trabalhos apresentados acima encontraram resultados que sugerem a influência positiva da governança corporativa, da responsabilidade social e da ética na valorização e na melhora da imagem das empresas no Brasil.

No estudo desenvolvido por Leal et al. (2000), o objetivo se assemelha com os demais trabalhos já destacados aqui. Entretanto, sua metodologia é distinta. Os autores desenvolvem um Índice de Governança Corporativa específico para as companhias brasileiras listadas em Bolsa. Tal Índice é utilizado como uma medida da qualidade da governança de uma empresa, refletindo diferentes atributos, considerados como “boas” práticas de governança de acordo com os padrões internacionais e com as recomendações da CVM e do IBGC.

Os resultados do trabalho demonstram que menos de 4% das empresas brasileiras empregam as chamadas “boas”práticas de governança corporativa e que aquelas companhias com melhores práticas possuem tanto um valor de mercado superior quanto um maior desempenho econômico-financeiro. Tais conclusões diferenciam-se em parte daquelas encontradas pelos demais autores aqui mencionados. Alguns dos motivos para essas discrepâncias podem residir no método estatístico utilizado, no Índice de Governança Corporativa ou nas variáveis utilizadas como *proxies* para o valor de mercado da empresa (Q de Tobin) e para o desempenho (Retorno sobre o Ativo - ROA).

Entretanto, é preciso que se ressalte que as diferenças de resultados apontadas nos trabalhos aqui descritos não são, de forma alguma, contraditórias. As conclusões são complementares e deixam claro que as práticas de governança adotadas pelas empresas possuem impacto nos seus resultados, seja em termos de valor de mercado e imagem da empresa, seja relativo aos seus indicadores contábeis. Esse impacto é certamente ainda é pequeno diante do seu potencial, em função do estágio de desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil. Na medida em que tal mercado evoluir, as práticas de governança corporativas ficarão mais difundidas e suas influências nos resultados das empresas mais nítidas.

Um exemplo que demonstra a necessidade de evolução do mercado de capitais brasileiro é apresentado no trabalho de Srour (2002). Uma das conclusões do autor é a de que o simples fato de algumas empresas brasileiras participarem de um segmento (*American Depositary Receipts* - ADR - Nível 1) do mercado acionário americano, o qual não possui regras diferenciadas de proteção e transparência, e a presença de auditorias de boa reputação não afetaria o comportamento das empresas em relação aos seus investidores. Segundo o autor, “em função das lacunas jurídicas e da fragilidade das normas contábeis brasileiras, não seria errôneo afirmar que o fato da empresa ser auditada por uma companhia de boa reputação independe da sua conduta. Isto porque a própria lei é falha em relação ao rigor dos balanços.”

Um outro exemplo é o fato de que, nos Estados Unidos, as empresas são obrigadas a adotar e divulgar suas diretrizes de governança bem como um código de conduta e ética nos negócios. Já a legislação brasileira não faz esse tipo de exigência, desobrigando, assim, as empresas de tornarem públicas as práticas de transparência e ética que conduzem e norteiam suas atividades gerenciais. Com isso, investidores e a sociedade em geral não dispõem de toda informação necessária para poder analisar e conferir se as empresas estão gerenciando seus negócios em conformidade com seus códigos de governança corporativa e de ética.

Esses problemas verificados no Brasil acabam por tornar ainda mais difícil a internacionalização das empresas brasileiras e a sua conseqüente participação em mercados acionários externos. Isso porque quanto maior for a distância entre o estágio de evolução do mercado brasileiro perante os demais, maiores serão

as adaptações que as empresas deverão realizar no tocante às suas práticas de governança corporativa para que possa estar presente em diversos países.

2.4. Evidências Empíricas da Governança Corporativa em Bancos

O processo de reestruturação que a indústria bancária, em todo o mundo, vem passando ao longo dos últimos anos, principalmente por meio de fusões e aquisições, acaba gerando questionamentos a respeito das suas conseqüências sobre os mecanismos de governança corporativa. Tal fato, por si só, já justificaria a realização de estudos específicos sobre o setor.

Não obstante, o sistema bancário desempenha um papel extremamente importante na economia, na medida em que atua na viabilização dos investimentos nos países, intermediando as operações financeiras. Arun & Turner (2004) e Adams & Mehran (2002) reafirmam também a importância deste setor para a economia, destacando o papel da governança corporativa em um setor que, em muitas economias desenvolvidas, vem passando por um processo de desregulamentação.

Nesse sentido, Crespi *et al.* (2004) analisam a eficiência dos mecanismos de governança no setor bancário espanhol, segmentado conforme o tipo de propriedade. Os resultados encontrados demonstram que, à exceção das fusões e aquisições, todos os demais mecanismos de governança que se fazem presentes em países como os Estados Unidos, podem ser encontrados na mesma frequência na Espanha.

A atuação dos mecanismos de governança também foi estudada por Anderson & Campbell (2004), em um trabalho sobre os bancos japoneses. As evidências mostraram que os mecanismos externos não proveram incentivos suficientes aos administradores para que estes tomassem as medidas necessárias para reestruturar o setor, que passou por diversas nos anos noventa.

A questão do papel dos incentivos – aplicados para redução da assimetria de informação – sobre a governança corporativa é um tema recorrente, principalmente no que se refere à remuneração dos gestores. John & Qian (2003) analisaram a função do instrumento de remuneração dos presidentes dos

bancos no alinhamento dos seus interesses com os dos acionistas. Os resultados demonstraram que menor será o incentivo por meio de remuneração por desempenho financeiro, quanto maior for: (a) o grau de alavancagem da empresa; (b) o tamanho da empresa; e (c) o grau de regulação do setor de atividade da empresa.

O que determina a remuneração dos executivos dos bancos também foi o problema analisado por Pukthuanthong, Talmor & Wallace (2004). Os autores testaram 21 variáveis determinantes da remuneração e aquelas que mais apresentaram poder de influência foram: poder discricionário, governança corporativa, desempenho financeiro e características do diretor presidente.

Já o trabalho de Adams e Mehran (2003) procura verificar as diferenças com relação às variáveis de governança corporativa entre empresas do setor industrial e companhias *holdings* do setor financeiro (BHCs), a fim de identificar se o fato de um grupo ser composto por instituições reguladas e o outro não exerce alguma diferença sobre os resultados.

Os autores puderam concluir que os Conselhos de Administração são maiores para as BHCs do que para as empresas do ramo industrial, bem como possuem mais diretores externos.

O Conselho também foi objeto de um outro estudo de Adams e Mehran (2002). O objetivo foi verificar de que a composição e o tamanho do Conselho afetam o desempenho (Q de Tobin) das instituições financeiras durante os anos de 1959 até 1999. Como já havia sido verificado com empresas do setor industrial, não foi encontrada relação significativa entre a proporção de conselheiros externos e o Q de Tobin. De forma surpreendente, os autores encontraram uma relação positiva entre o tamanho do Conselho e o desempenho, mesmo testando para diversas especificações. Segundo os autores, encontra-se evidência na literatura existente, de que os Conselhos de instituições financeiras costumam ser maiores do que os de empresas não-financeiras. Os resultados encontrados por Adams e Mehran (2002) sugerem que tais relações podem ser específicas para cada tipo de indústria, de forma que restringir o tamanho do Conselho pode ser contra-produtivo.

Com relação aos trabalhos realizados no Brasil sobre governança corporativa no setor bancário, pode-se citar o estudo de Oliveira e Silva (2004), que destaca a importância da governança corporativa para as instituições

financeiras brasileiras, procurando relatar as normas e práticas que vêm sendo adotadas pelas mesmas. O objetivo do trabalho é procurar identificar o conceito de governança corporativa na legislação que rege o Sistema Financeiro Nacional. As normas analisadas referem-se ao exercício de cargos em órgãos estatutários em instituições financeiras; ao controle acionário de tais instituições; aos investidores; à auditoria independente; aos analistas de investimento nas instituições financeiras; e à regulamentação. Ao analisar tais normas, os autores concluem que elas caracterizam a adoção de mecanismos de governança corporativa por parte das instituições. O trabalho é finalizado, ressaltando-se que, apesar do aumento da tendência na adoção de tais práticas, ainda existe um longo caminho a ser percorrido, tanto no estabelecimento de novas normas, quanto no cumprimento daquelas existentes.

Já o trabalho de Marcassa (2004) consistiu em uma pesquisa da literatura internacional existente, publicada há no máximo de três anos, a respeito da influência dos mecanismos de governança corporativa no desempenho e na forma de remuneração dos executivos das instituições financeiras. A autora verificou a existência de diversos métodos que são utilizados para avaliar a relação entre governança e desempenho. Dentre os estudos apresentados, destacam-se aqueles sobre a remuneração dos executivos, a disciplina de mercado e sobre a diferença da governança entre bancos e empresas não-financeiras.