

MESTRADO PROFISSIONAL EM ADMINISTRAÇÃO – FINANÇAS
FACULDADE DE CIÊNCIAS HUMANAS DE PEDRO LEOPOLDO
FUNDAÇÃO CULTURAL Dr. PEDRO LEOPOLDO

**UMA AVALIAÇÃO DAS MUDANÇAS DE
RELACIONAMENTO E RESULTADOS DE UMA EMPRESA
APÓS A ADOÇÃO DAS NORMAS E PRÁTICAS DA
GOVERNANÇA CORPORATIVA**

Jair Francisco Estanislau Filho

Pedro Leopoldo

Janeiro/2006

**MESTRADO PROFISSIONAL EM ADMINISTRAÇÃO – FINANÇAS
FACULDADE DE CIÊNCIAS HUMANAS DE PEDRO LEOPOLDO
FUNDAÇÃO CULTURAL Dr. PEDRO LEOPOLDO**

**UMA AVALIAÇÃO DAS MUDANÇAS DE
RELACIONAMENTO E RESULTADOS DE UMA EMPRESA
APÓS A ADOÇÃO DAS NORMAS E PRÁTICAS DA
GOVERNANÇA CORPORATIVA**

Dissertação apresentada à Fundação Cultural Dr. Pedro Leopoldo da Faculdade de Ciências Humanas de Pedro Leopoldo como pré-requisito parcial para a obtenção do título de Mestre Profissional em Administração – MPA, sob orientação do Professor Doutor Haroldo Guimarães Brasil.

Pedro Leopoldo

Janeiro/2006

FOLHA DE APROVAÇÃO

Titulo da Dissertação: **“UMA AVALIAÇÃO DAS MUDANÇAS DE RELACIONAMENTO E RESULTADOS DE UMA EMPRESA APÓS A ADOÇÃO DAS NORMAS E PRÁTICAS DA GOVERNANÇA CORPORATIVA”**

Nome do Aluno: JAIR FRANCISCO ESTANISLAU FILHO

Dissertação de mestrado profissional defendida junto ao Programa de Pós-Graduação em Administração das Faculdades Integradas de Pedro Leopoldo, aprovada pela banca examinadora, constituída pelo professores:

Professor Doutor Haroldo Guimarães Brasil – (ORIENTADOR)

Professor Doutor Juliano Lima Pinheiro

Professora Doutora Laura Edith Taboada Pinheiro

Pedro Leopoldo (MG), 09 de janeiro de 2006.

DEDICATÓRIA:

Dedico esta dissertação, sem vincular grau de importância, a meus pais, Jair Francisco Estanislau (in memoriam) e Marina Líbero Estanislau, que me proporcionaram a possibilidade de realizar sonhos através da educação e dos estudos; a minha esposa, Maria Ferreira Netto, que além de saber suportar minhas lamentações cotidianas, sempre foi o ponto de apoio e bom senso que necessitava; aos meus filhos; Fernanda Netto e Pedro Netto, que souberam compreender a importância deste trabalho e a suportar o stress de um velho pai.

AGRADECIMENTOS

Ao Professor Doutor Haroldo Guimarães Brasil, orientador deste trabalho, pela inestimável atenção e apóio durante a realização e acompanhamento, desde a estruturação do projeto ate a sua finalização.

A todos os professores do mestrado, que sempre demonstraram apóio, incentivo e ate mesmo compreensão para comigo.

Aos colegas de mestrado: Erico, Sávio, Lucy, D' Paula, Neuza e demais a alunos da minha turma que sempre servirão de exemplo e incentivo para o término deste objetivo.

Aos colegas e principalmente amigos Professor Vicente Mascarenhas, Professor Marcelo Miller por toda a preocupação demonstrada e, incentivo nas horas de introspecção negativa. (baixo astral).

Aos também amigos e professores Guilherme Meneses e Antonio Di Maestro, pela cobrança, constante, pela demora do término.

Em especial ao amigo e também colega de Mestrado, Professor Marco Antonio Alves Ferreira, pela sua valiosa contribuição na elaboração desta dissertação.

Aos Funcionários e demais alunos do curso de Mestrado da Fundação Cultural Dr. Pedro Leopoldo, pela dedicação, zelo e carinho demonstrados durante este período.

Um agradecimento muito especial a Professora Doutora Adelaide Baeta, por todas as palavras de carinho e incentivo que recebi e, principalmente pela preocupação demonstrada com apoio, durante este percurso.

Alguns agradecimentos institucionais, que não poderiam deixar de vir: A Cia. de Tecidos Cedro e Cachoeira S.A., através de seu departamento RI, de seu

departamento contábil; a H. Picchioni Corretora de Valores, através de sua mesa de operações e finalmente a Bolsa de Valores de Minas Gerais, Espírito Santo e Bahia que auxiliou nas pesquisas.

E, por fim a DEUS, por ter me concedido o privilégio de conviver com todas essas pessoas maravilhosas do meio acadêmico e, especialmente por ter me permitido a execução deste trabalho.

RESUMO:

O estudo procura avaliar os efeitos, de resultados financeiros e organizacionais que possam ser identificados e, possam estar diretamente correlacionados, após uma empresa optar pela adoção das Normas e Práticas da Governança Corporativa, publicadas no Brasil através do IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, revê os modelos existentes e praticados no mundo e mais conhecidos na atualidade e, compara com o modelo em formação existente no País. Procura-se demonstrar as mudanças de gestão ocorridas referentes aos relacionamentos e resultados gerenciais e através de dados numéricos comprovar se existe de fato uma melhor performance.

Palavra chave: governança corporativa, transparência, equidade, finanças corporativas.

ABSTRACT

The study search to evaluate the effects, of financial results and management that can be identified and, they can be directly correlated, after a company to choose for the adoption of the Norms and Practices of Corporate Governance, published in Brazil through IBGC - Brazilian Institute of Corporate Governance, reviews the existent models and practiced in the world and more known at the present time and, it compares with the model in existent formation in the Country. Tries to demonstrate the administration changes happened regarding the relationships and managerial results and through numeric data to prove if it exists a better performance in fact.

Key word: corporate governança, transparency, justness, corporate finances.

LISTAS DE TABELAS:

Tabela 1 Países Produtores de Algodão	pag. 20
Tabela 2 Principais países exportadores	pág. 21
Tabela 3 Percentual de Participação da atividade no PIB	
Percentual de representatividade de mão obra utilizada	pág. 23
Tabela 4 Variação custo de matéria prima	pág. 65
Tabela 5 Prazo médio de pagamento	pág. 66

LISTA DE GRAFICOS

Gráfico 1 Consumo mundial de tipos de fibras têxteis	pág. 19
Gráfico 2 Evolução da receita bruta	pág. 67
Gráfico 3 Lucro liquido	pág. 67
Gráfico 4 Lucro bruto X Margem bruta	pág. 68
Gráfico 5 Evolução da Receita bruta	pág. 69
Gráfico 6 EVA	pág. 70

FIGURAS

Figura 1 – Cadeia dos envolvidos na produção setor têxtil

pág. 17

SUMÁRIO:

1. Introdução	Pag. 01
1.1 Tema	Pág. 06
1.2 Problema	Pág. 06
1.3 Justificativa	Pág. 07
1.4 Objetivos	Pág. 13
1.5 Metodologia	Pág. 14
2. O Setor Têxtil	Pág. 17
2.1 Dimensão do mercado Mundial de artigos Têxteis	Pág. 18
2.2 Participação do Brasil no mercado Mundial de Têxteis	Pág. 19
2.3 A Indústria Têxtil no Brasil	Pág. 22
2.4 A importância do Setor na economia Brasileira	Pág. 23
3. Referencial Teórico	Pág. 24
3.1 Estudos realizados	Pág. 30
3.2 Os Modelos de Governança Corporativa	Pág. 34
3.3 O modelo Americano	Pág. 36
3.4 O modelo Europeu	Pág. 41
3.5 O modelo Japonês	Pág. 44
3.6 Estruturação corrente do modelo Brasileiro	Pág. 46
3.7 O papel da Bolsa de Valores no modelo Brasileiro	Pág. 47
3.8 A Bolsa de Valores e o Novo Mercado	Pág. 51
3.9 Aspectos adicionais da Governança Corporativa no Brasil	Pág. 55
3.10 Aspectos da Governança Corporativa na América Latina	Pág. 57
4. Estudo de Caso	Pág. 59

4.1 A Empresa	Pág. 59
4.2 Historia – Sinopse	Pág. 59
4.3 O Negocio	Pág. 59
4.4 Aspectos Gerais da Empresa	Pág. 60
4.5 Cenários e Tendências	Pág. 61
4.6 A Cedro e os Stackholders	Pág. 62
4.7 Perfil corporativo de Governança	Pág. 63
4.8 Desempenho Financeiro	Pág. 67
5. Modelo adotado de Mensuração	Pág. 72
5.1 Tratamento dos dados	Pág. 72
5.2 Variáveis dependentes do Desempenho Financeiro	Pág. 76
6. Conclusões	Pág. 86
7. Referências	Pág. 89

1. INTRODUÇÃO

A expressão “Governança corporativa” procura englobar as práticas e os relacionamentos entre os Acionistas/Cotistas, Conselho de Administração, Diretoria, Auditoria Independente, Conselho Fiscal e demais atores do cenário capitalista, com a finalidade de otimizar o desempenho da empresa e facilitar o acesso ao capital (OCDE, 1999)¹.

A expressão é designada para abranger os assuntos relativos ao poder de controle e direção de uma empresa, bem como as diferentes formas e esferas de seu exercício e os diversos interesses que, de alguma forma, estão ligados à vida das sociedades comerciais (OCDE, 1999).

Governança corporativa é valor, apesar de, por si só, não criá-lo. Isto somente ocorre quando ao lado de uma boa governança se tem também um negócio de qualidade, lucrativo e bem administrado (IBGC, 2004)².

A existência de uma estrutura de governança que possa ser considerada ideal tem sido objeto de grande debate entre estudiosos. O ideal seria aquela estrutura que fosse capaz de possibilitar a obtenção dos melhores resultados organizacionais (Monks e Minow, 2001).

Neste caso, a boa governança permitirá uma administração ainda melhor, em benefício de todos os acionistas e daqueles que lidam com a empresa (credores, fornecedores, sindicatos, governo), *stakeholders*.

O conceito de governança corporativa, embora não tenha sido contemplado com uma nova nomenclatura própria, existe há mais de 70 anos; somente nos

¹ Disponível em www.ocde.com

² Disponível em www.ibgc.com.br

últimos anos ressurgiu enfaticamente e vem se transformando em uma preocupação importante em diversos países, sejam mercados desenvolvidos ou emergentes.

Com o desenvolvimento do processo da quebra de fronteiras da economia mundial nas últimas décadas, as empresas passaram a estruturar-se de maneira diferenciada, buscando, via alianças estratégicas e parcerias, aprimorar sua eficácia e competitividade, tornando assim, possível também alcançar mercados externos antes inexplorados (OCDE, 1999). Como decorrência de movimentos de fusões e aquisições, que passaram a ocorrer em maior frequência observou-se o início da formação de grandes grupos, atuando em diferentes setores da economia, necessitando e demonstrando a partir destas incursões a prioridade em se adequar às novas expectativas de mercado e de gerenciamento.

A governança corporativa pode ser definida de várias maneiras, tais como:

“os modos do processo decisório e da alocação de poder entre os acionistas; os membros do conselho de administração e os diretores da empresa; a relação entre vários participantes na determinação da direção e performance das corporações”. (Monks e Minov, 2001).

“Um objetivo central de qualquer estrutura de governança, deveria ser a permissão da empresa operar da melhor forma possível” (Monks e Minov, 2001).

E entendimento corrente que, boas práticas de governança corporativa devem proporcionar uma maior eficácia para respostas rápidas do conselho de administração e da diretoria, em situações que podem impactar diretamente sobre o investimento dos acionistas.

Conseqüentemente a ausência de uma boa governança corporativa, mesmo em uma empresa com excelentes resultados financeiros, pode implicar em

resultados não satisfatórios para os investidores (*stakeholders*), na medida em que a empresa não deve estar posicionada eficazmente para enfrentar eventuais desafios administrativos e financeiros que exigem os novos mercados.

Muitas discussões sobre governança corporativa tratam da sua forma e de vários princípios abstratos. No entanto, é entendimento que a substância de uma boa governança corporativa é muito mais importante do que a sua forma (OCDE, 1999):

“a adoção de um conjunto de regras ou princípios, ou de políticas e práticas específicas não é um substituto, nem assegura, por si só, uma boa governança corporativa” (Mork, 2004).

Segundo Mork (2004):

“Governança é aplicável em todo o mundo, com amplas possibilidades de sucesso, mas não deve ser adotada dentro de um padrão rígido em países diferentes. O sucesso da governança em um país não significa que o modelo deva ser copiado por outras nações”.

Se considerarmos, por exemplo, o fato de que em diversos países da Europa Central e Oriental a queda do regime comunista, fundamentado em uma economia rigidamente planejada (socialista), onde preços relativos não eram utilizados para a alocação de recursos escassos, causando assim uma pressão adicional sobre os administradores das empresas. E, agora, eles devem atuar sob novas regras, baseadas no regime capitalista e na economia de mercado. A capacidade de esses administradores, competirem com sucesso, no novo ambiente será fundamental para definir o próprio futuro (Mork, 2004).

O sucesso deles com certeza não estará diretamente condicionado à simples adoção de um novo conjunto de regras, princípios, políticas e, práticas importadas de economias desenvolvidas (Mork, 2004).

As estruturas corporativas e de propriedade, observadas atualmente em países desenvolvidos, em desenvolvimento e, as do leste europeu, divergem significativamente.

“Em algumas economias, por exemplo, as grandes empresas são de propriedades de um grande número de acionistas (modelo anglo-saxão, amplamente adotado na América do Norte e Inglaterra) em outras, são familiares. Em algumas economias a influência da mão-de-obra é enorme; em outras, é praticamente inexistente” (Mork, 2004).

Uma questão importante refere-se à possibilidade da mudanças dessas estruturas, para economias em estágios similar, de desenvolvimento.

Segundo Mork (2004):

“é possível imaginar uma teoria de dependência da trajetória de estruturas corporativas, a qual, poderia explicar melhor a trajetória futura dessas estruturas, do que só a eficiência competitiva (as estruturas corporativas de duas economias quaisquer dependem fortemente das estruturas iniciais, de sua constituição) então existentes. Estruturas corporativas dependem do ordenamento societário, que, por sua vez, apresenta uma dependência da trajetória. Além disso, esse ordenamento não tende a mudar e, mesmo que mude, a dependência da trajetória ainda pode induzir à permanência das estruturas já existentes”.

Em estruturas de governança dissimilares em economias desenvolvidas, considere que, geralmente, em uma economia de mercado o principal objetivo da empresa é a maximização do lucro dos seus acionistas. Esse objetivo não exclui outros, como, por exemplo, a preocupação com a manutenção do nível do emprego e de outros compromissos sociais da empresa (economia japonesa). Na verdade, a maximização de lucro ainda é o principal balizador das decisões empresariais apenas na economia americana. Em outros países, como o Japão e a Alemanha, os tomadores de decisões acreditam que a sua função é resolver conflitos entre os

diversos agentes interessados na empresa (fornecedores, funcionários e clientes - *stakeholders*) e mesmo na sociedade em geral.

Nesse sentido enquanto nos Estados Unidos as empresas possuem apenas um conselho de administração, formado por membros externos e por membros que também são administradores, diversas empresas alemãs possuem dois conselhos: um formado por administradores e outro composto de representantes dos empregados, dos principais fornecedores e de diretores externos (muitas vezes originários dos bancos credores da companhia).

Considerando os modelos de governança, os EUA esta em um estágio avançado; mas a adoção de um modelo ou padrão de governança americano, sem levar em conta características próprias da cultura econômica dos outros países, teria efeito limitado (Mork,2004).

Segundo Mork (2004):

“A economia brasileira, por exemplo, é muito diferente da norte americana. É importante que a governança corporativa ganhe força no Brasil, mas para isso é preciso levar em conta a formação das empresas brasileiras e o nível de interferência do governo na produção”.

No Brasil, a análise de estruturas de governança corporativa é particularmente relevante no contexto da abertura comercial e da generalização do programa de desestatização; é entendimento quase geral que as estruturas de governança vigentes deverão ser modificadas, com o objetivo fundamental de otimizar as operações das empresas, sob pena de comprometermos o próprio processo de desenvolvimento sustentado do país (IBGC,2004).

1.1 Tema: GOVERNANÇA CORPORATIVA

A tentativa de adoção das práticas da Governança Corporativa, de uma maneira geral, por todas as empresas do mundo capitalista, tem como principal função a de demonstrar para o mercado financeiro (*stakeholders*), ou seja: todo aquele que de certa forma tem um interesse junto a empresa; a forma de como são geridos seus negócios, quem são os responsáveis por isso e, principalmente transmitir segurança e direitos aos investidores (Campos, 2001).

A partir da década de 80 p.p., este tema se tornou presente a todas reuniões de acionistas de grandes empresas por todo mundo, principalmente depois dos escândalos ocorridos em algumas partes e com maior repercussão na América do Norte.

Três princípios fundamentais norteiam a prática da governança corporativa: *Disclosure* (transparência), Equidade (igualdade de tratamento) e *Accountability* (prestação de contas). (IBGC, 2004)

1.2 Problema

“A entrada da Cia Fiação e Tecidos Cedro e Cachoeira (Cedro) no sistema da Governança Corporativa, afetou a qualidade de seu relacionamento com os *stakeholders* e seus resultados operacionais e financeiros?”

A adoção das normas da governança corporativa para esta empresa de tecelagem tem como principal objetivo poder promover em longo prazo a sua solidez

no mercado; tradicionalmente a empresa sempre teve o seu controle acionário dentro de um grupo familiar; porém com as oportunidades que hoje o mercado internacional pode oferecer e também com as possibilidades de que tal adoção lhes proporcionaria uma maior abertura para captação de recursos externos, se necessário, concomitantemente a geração de valor para a empresa e para o acionista, decidiu-se pela adoção das normas de uma governança corporativa (Depto. RI Cedro, 2005).

Vale ressaltar que, os controladores ainda permanecem os mesmos, porém a implementação da governança corporativa vem sendo feita, paulatinamente e com acentuada cautela, para que todos os seus princípios fundamentais sejam atingidos (Depto. RI Cedro, 2005).

1.3 Justificativa

No momento econômico-financeiro em que mundo dos negócios e da própria convivência se encontra; na era da incerteza (Peter Druker, 2002); segundo Shiffert Filho, (1998), “existe um consenso com o conflito de interesse entre os proprietários, que visam o aumento do valor da empresa ao longo do tempo, e os administradores”, que muitas vezes tomam decisões com foco em resultados em curto prazo, priorizando interesses próprios. Isto decorre do papel de agente (*agency*) que os gestores desempenham, o que tem despertado a necessidade de um controle mais austero e um policiamento constante por parte, principalmente dos investidores institucionais, que negociam uma grande quantidade de títulos, que muitas das vezes representam também uma grande concentração de pequenos

investidores e, portanto a desempenharem um papel ativo na governança (*governance*) nas empresas.

Segundo Campos:

“Na economia capitalista, as empresas que se utilizam do mercado de capitais possuem um papel primordial na criação de tecnologia, aumento da produtividade e geração de riqueza. O desenvolvimento dos mercados de capitais, principalmente a partir do início do século XX forneceu parte significativa do financiamento necessário para o crescimento das empresas privadas, propiciando um ambiente para o surgimento da chamada "corporação moderna", na qual o papel de gestor da empresa passou a ser exercido não necessariamente pelo proprietário. Esta separação de papéis ocorreu como consequência da pulverização do controle acionário. O processo de desenvolvimento dos mercados de capitais e, a consequente pulverização do controle das empresas foi mais rápido e acentuado nos países que, entre outros fatores, ofereceram maior proteção legal aos investidores por meio da existência e garantia de aplicação de um conjunto de leis e regras de mercado claras”.

A separação da propriedade e controle entre acionistas e gestores por meio da oferta pública de ações, característica marcante das corporações modernas, fez com que surgisse a necessidade da criação de mecanismos que alinhassem os interesses dos gestores aos dos acionistas, a fim de fazer com que, os primeiros procurassem sempre agir no melhor interesse de todos os acionistas.

A governança corporativa insere-se nesta temática, podendo ser definida como o conjunto de mecanismos internos e externos que visam harmonizar a relação entre gestores e acionistas, dada a separação entre controle e propriedade. Como mecanismos internos para o alinhamento dos interesses, pode-se destacar a atuação do Conselho de Administração, a remuneração dos gestores e a posse de ações por parte dos executivos. Já como mecanismos externos, pode-se ressaltar a

obrigatoriedade da divulgação de informações periódicas sobre a companhia, a presença de um mercado de aquisição hostil e a existência de um mercado de trabalho competitivo. O tema vem ganhando cada vez mais destaque no âmbito acadêmico e corporativo, principalmente a partir do final da década de 90, conforme Campos(2001):

“com o aumento da participação ativa dos investidores institucionais e pequenos investidores individuais nos mercados dinâmicos e sua exigência crescente pela garantia de que os gestores da empresa agirão sempre de acordo com o seu interesse”.

Os agentes de mercado recomendam às empresas a adoção de algumas práticas para o aprimoramento da governança corporativa. Essas práticas são descritas em diversos "Códigos das Melhores Práticas de Governança Corporativa"³ que, em última instância, visam criar mecanismos corporativos para harmonizar as relações entre acionistas e gestores.

Entre as principais práticas constantes da maioria dos códigos de governança, estão a necessidade de uma participação ativa e independente do Conselho de Administração, o fornecimento de informações precisas e transparentes para o mercado e igualdade de direitos entre todos os acionistas.

Sob essa perspectiva, o tema *governança corporativa* ganha espaço nos meios empresariais como um conjunto de arranjos, procedimentos, regulamentos e leis que permitam aos investidores (*shareholders* e *stakeholders*) monitorar o desempenho dos executivos nas empresas nas quais detêm recursos aplicados, em especial naquelas em que existe a separação entre propriedade e controle, característica marcante das companhias de capital aberto.

³ Disponível em www.ibgc.gov.br

Para Millstein (1998):

“Governança corporativa compreende a estrutura de relacionamentos e correspondentes responsabilidades de acionistas, conselheiros e executivos, definidas estas da melhor maneira, de modo a encorajar as empresas a terem o desempenho econômico como objetivo principal”.

Assume-se que os conselheiros – eleitos pelos acionistas – são o principal instrumento de monitoramento interno, e sua função é controlar e monitorar as atividades desempenhadas pelos executivos, compatibilizando os interesses entre ambas as partes: acionistas e executivos, em benefício do valor adicionado aos investimentos realizados (Millstein, 1998).

Segundo Millstein:

O alinhamento entre os interesses de acionistas e de executivos não surge de forma instantânea e, para que ele ocorra, torna-se importante identificar a estrutura dos conselhos, as funções que eles exercem, a qualidade de seus membros, sua independência em relação ao principal executivo das empresas, além de outros fatores que representem sua capacidade de exercer o papel de defensores dos interesses dos acionistas (Millstein, 1998).

Nas principais economias mundiais, existem modelos distintos de governança, em que os sistemas de controle existentes não necessariamente privilegiam só a geração de valor aos acionistas, mas podem enfatizar também a geração de valor a outros participantes, como credores ou empregados.

Dessa forma, a escolha do tema - *Governança corporativa* justifica-se pela concepção de que as empresas sofrem pressões por parte de diversos participantes, todos buscando maximizar o relacionamento existente em benefício de seus próprios interesses. Além disso:

“os acionistas assumem o papel de reclamantes residuais, numa conjuntura em que os ganhos financeiros gerados para si somente acontecem depois de terem sido deduzidos dos resultados das empresas os compromissos fixos assumidos junto a todos os demais participantes, tais como: credores, funcionários e governo”.
(Rappaport, 1998)

Com isso, torna-se primordial entender que as empresas devem servir inicialmente aos interesses dos acionistas, como forma, inclusive, de permitir que se cumpram todos os compromissos assumidos junto aos demais participantes, pois “a maximização da riqueza ao acionista, pelo caráter residual de que ele é investido, significa reflexos de produtividade e eficiência que beneficiam todos os interesses envolvidos” (Rappaport, 1998).

A identificação dessas práticas se justifica pela maior percepção de transparência pelos acionistas e pela possibilidade de maior participação na tomada de decisões graças à presença de mecanismos que valorizem as funções dos conselhos de administração.

Pode-se, então, identificar que a qualidade dos sistemas de governança corporativa afeta o dinamismo do setor privado e, em última instância, a credibilidade das economias de mercado em prover crescimento econômico e bem-estar à sociedade.

A identificação, nos modelos de controle existentes em outras economias, de práticas de governança reconhecidas como geradoras de valor aos acionistas permitirá também verificar em que estágio se encontra o mercado brasileiro, que vem, desde o início do programa de privatizações, constatando profundas mudanças na estrutura de propriedade e gestão de suas principais empresas.

Porém, relembando a história vemos que em 1997 foi publicada a Lei no. 9.457, criada para proteger o governo as vésperas da privatização. Dois anos mais

tarde foi criado o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), que publicou o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa. A partir deste momento tanto os agentes do mercado quanto seus órgãos reguladores vêm percebendo a importância da boa governança para que tenhamos um mercado financeiro estável e confiável. Não restam dúvidas também que a lei no. 10.303/2001, que reformou a Lei de S.A., veio de forma a impulsionar ainda mais o movimento visando uma maior democratização do mercado de capitais, através da busca pela equidade nas relações entre os acionistas.

Assim, o estudo dessas práticas em um mercado como o brasileiro buscará identificar as ações que permitam a melhor avaliação dos atos diretivos das empresas e, de práticas diferenciadas de governança que agrega valor administrativo e gerencial às empresas e a economia.

No caso deste estudo é necessário observar as consequências da adoção das práticas de governança corporativa na empresa, uma vez que, a Cedro tem o seu perfil acionário semelhante a diversas outras empresas familiares no país, não apresentando a princípio a dificuldade de adotar os princípios básicos de controle e transparência, pois mantém praticamente todo o seu controle acionário dentro de um tronco familiar que participa de seu conselho de administração e assim asseguram os princípios básicos da boa governança, equidade, transparência e prestação de contas. Assim descartado a possibilidade de conflitos entre administradores e gestores, ponto inicial de referencia para a difusão das práticas da governança corporativa, despertadas por incidentes ocorridos com grandes empresas, principalmente nos USA e Inglaterra (IBM, GM, Guinness), resta-nos principalmente verificar a possibilidade de identificar e confirmar nossa premissa, ou simplesmente, averiguar se a adoção de tais práticas tem outro cunho senão o de demonstrar a

melhoria da gestão junto ao mercado interno e externo. O que provavelmente nos possibilitaria também a entender e mapear efeitos da governança corporativa em varias outras empresas com a mesma constituição e formação societária.

1.4 Objetivos

1.4.1 Objetivo Geral

O objetivo deste estudo é avaliar as influências causadas pela adoção de normas de governança corporativa sobre os resultados de uma empresa. O estudo envolve uma empresa de capital aberto, do setor de tecelagem, classificada de acordo com a BOVESPA como nível 1 de governança corporativa.

1.4.2 Objetivos Específicos

- Estudar as mudanças ocorridas na forma de gestão da empresa entre o controle corporativo e a governança corporativa;
- Identificar o grau de adequação do modelo de Governança Corporativo da Cedro em relação àqueles descritos na literatura. São eles: Anglo-saxão ou Nipo-Germânico;
- Avaliar os resultados alcançados após a adoção das normas de Governança.

1.5 Metodologia

O objetivo específico deste capítulo é apresentar os procedimentos metodológicos a serem desenvolvidos na pesquisa, sendo que a definição da metodologia baseou-se na elucidação da questão proposta e nos objetivos geral e específicos, levantados anteriormente.

Para a classificação desta pesquisa, toma-se como base a sistemática apresentada por Yin (2001), que qualifica como um estudo exploratório.

Quanto aos fins, este trabalho deve ser classificado como exploratório/explicativo, devido ao fato de no Brasil estarmos convivendo apenas há uma década e meia com esta prática, tornando o fato desse estudo de caso específico não ser totalmente aplicável, empiricamente a outras organizações, entendendo dessa forma, a utilidade do mesmo.

O desenvolvimento desse trabalho pode ser analisado em duas etapas distintas; a primeira etapa constituiu-se em uma pesquisa essencialmente teórica. O meio utilizado para o seu desenvolvimento foi a pesquisa bibliográfica sobre o tema central e suas derivações. A segunda etapa apresenta a parte empírica da dissertação, desenvolvida junto a uma grande indústria fabricante de tecidos, onde a investigação foi orientada pela técnica de estudo de casos.

Segundo Yin (2001), “o estudo de caso é uma inquirição empírica que investiga um fenômeno contemporâneo e o contexto não é claramente evidente e onde múltiplas fontes de evidências são utilizadas”.

Uma observação acerca da utilização do estudo de caso é evidenciada por Yin (2001), que aponta a possibilidade da influência do investigador nos resultados levantados por meio desse método de pesquisa, “muitas vezes o investigador de

estudo de caso tem sido descuidado e tem admitido evidências equivocadas ou enviesadas para influenciar a direção das descobertas e das conclusões” (YIN, 2001).

Outra colocação feita por esse autor é que:

O estudo de caso fornece uma pequena base para generalizações científicas, já que, por estudar um ou alguns casos, não se constitui em amostra da população e, por isso, torna-se sem significado qualquer tentativa de generalizações. Além disso, o resultado da pesquisa é caracterizado por um documento volumoso e de difícil leitura (YIN, 2001).

Contudo, esses problemas podem ser contornados e, ao se decidir pelo uso desse método de pesquisa é necessário que o investigador tenha em mente os perigos e as críticas que são normalmente feitas ao método, devendo tomar precauções e cuidados para evitá-los ou minimizar suas conseqüências.

Cabe ressaltar o entendimento de Martins (2000) sobre o método estudo de caso:

O estudo de caso, por meio de diferentes técnicas de coleta de dados: entrevistas, questionários, observação participante, entrevista em profundidade, levantamento de dados secundários etc., com o objetivo de apreender a totalidade de um fato concreto mediante um mergulho profundo e exaustivo em um objetivo delimitado – problema de pesquisa -, o estudo de caso possibilita a penetração na realidade social, não conseguida plenamente pela análise e pela avaliação quantitativa. (MARTINS, 2000).

A metodologia específica utilizada consistiu no estudo de caso com base na pesquisa exploratória, a fim de construir, de forma lógica e empírica, uma argumentação teórica capaz de elucidar a questão central do trabalho.

Os dados pertinentes a empresa pesquisada consistiram na base de entrevistas e informações para avaliação e mensuração, mediante seu desempenho econômico financeiro após a adoção das práticas da governança corporativa.

Objetivando o levantamento dos dados necessários para o desenvolvimento do trabalho, foi utilizada a pesquisa de campo, que é conceituada por Lakatos (1999) como sendo:

Aquela utilizada com objetivo de conseguir informações e/ou conhecimentos acerca de um problema para o qual se procura uma resposta, ou de uma hipótese que se queira comprovar, ou ainda, descobrir novos fenômenos ou relações entre eles. (LAKATOS, 1999).

As fontes de evidências utilizadas no desenvolvimento da pesquisa de campo incluem:

- a) **Pesquisas documentais** – Nessa etapa foram levantados e analisados os documentos publicados pela empresa, relativos aos resultados gerenciais nos últimos 4 anos, antes da adoção, bem como o período posterior às novas práticas. O seu relacionamento com os *stakeholders* e seus resultados alcançados, foco dessa dissertação.
- b) **Inspeção “in loco”** – para levantamento dos dados foi utilizada a técnica de entrevista direta em contato com os gerentes, analistas de mercado e dirigentes da empresa envolvidos no processo de governança, bem como instituições do mercado de capitais.

Efetou-se ainda as análises das evidências encontradas, quanto a adoção das normas de governança corporativa, comparativamente aos tradicionais modelos nipo-germânico e anglo saxão.

2. O SETOR TEXTIL

A Figura 1, abaixo, representa a estrutura da cadeia produtiva, na qual é possível observar a interação entre os segmentos fornecedores (equipamentos, produtos químicos, fibras e filamentos) e os produtores de manufaturas (fios, tecidos, malhas) e bens acabados (confeccionados têxteis):

Figura 1:

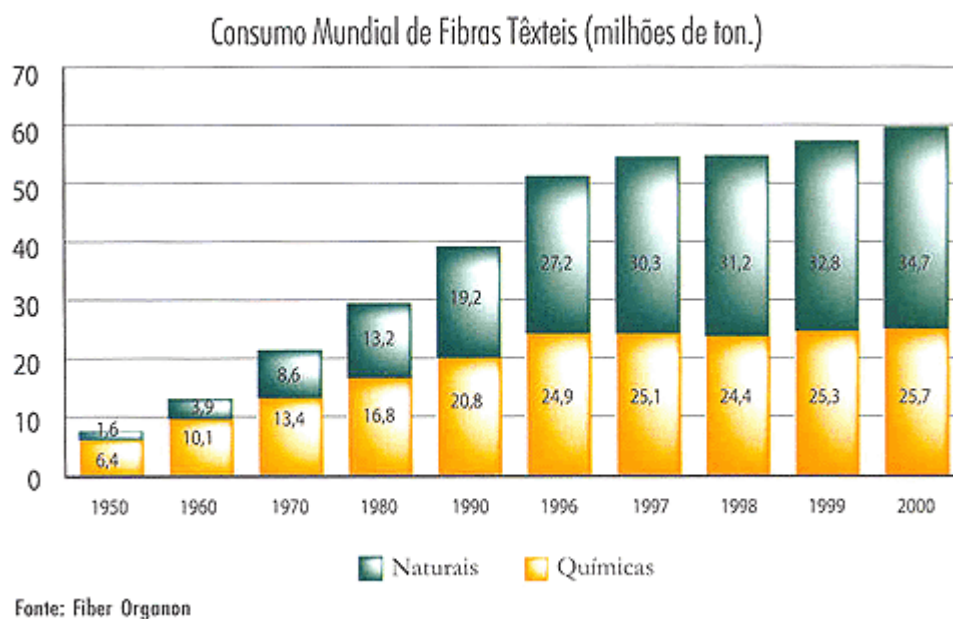


Fonte: Associação Brasileira das Indústrias de Tecelagem
Figura 1: Cadeia dos envolvidos na produção do setor

2.1 Dimensões do mercado mundial de artigos têxteis

Segundo a ABIT (Associação Brasileira das Industrias de Tecelagem), utilizando-se como base os dados coligidos pela ITMF (International Textile Manufacturers Federation), entidade que congrega os representantes dos principais Países produtores, e da OMC (Organização Mundial do Comércio), pode-se verificar que o mercado têxtil mundial vem registrando uma significativa expansão, tanto no que se refere aos montantes produzidos quanto ao comércio entre os grandes países produtores e consumidores. Este crescimento tem sido possibilitado pela expansão no número de consumidores em todo o mundo, pelo aumento da renda nos países mais desenvolvidos e, pela abertura dos mercados ao comércio internacional. A partir de 2005 com o término do sistema de quotas para exportação de têxteis, é provável que o comércio mundial possa apresentar uma expansão ainda maior. Outros fatores importantes neste crescimento devem ser considerados, como: o uso de novas matérias-primas e processos de acabamento, possibilitando maior uso de fibras artificiais e sintéticas, que, dentre outras vantagens, têm sua produção livre de problemas relativos a safras e climas. Hoje, seu consumo supera o de fibras naturais, tendo representado mais de 57% do total consumido em 2000, como pode ser observado pelo gráfico 1 a seguir:

Gráfico 1:



2.2 Participação do Brasil no mercado mundial de têxteis

Como país produtor de artigos têxteis, o Brasil exerce um papel importante no cenário mundial, posicionando-se em 6º lugar na produção de fios, filamentos e tecidos planos, em 2º lugar no que se refere aos tecidos de malha e em 5º em confeccionados, considerando-se as informações fornecidas pelos países membros da ITMF.(Tabela 1)

Tabela 1:

Países produtores (em toneladas):

Países	Fios/Filam.	Tecidos	Malhas	Confecções ⁽¹⁾
1. EUA	4.949.550	3.467.730	892.398	3.954.787
2. China	4.481.400	5.924.160	n.i.	5.331.744
3. Taiwan	4.074.724	3.186.354 ⁽¹⁾	211.603	1.376.321
4. Índia	4.098.390	4.446.715	168.956	3.922.768
5. Coreia do Sul ⁽¹⁾	2.200.000	2.209.483	n.i.	891.665
6. Brasil ⁽²⁾	1.750.331	1.090.710	505.002	1.286.826
7. Paquistão ⁽¹⁾	1.626.664	1.092.518	n.i.	641.716
8. Japão	1.098.473	654.580	111.252	631.490
9. México ⁽¹⁾	1.008.380	1.008.437	n.i.	1.111.738
10. Turquia	1.005.000	926.790 ⁽¹⁾	n.i.	785.324
11. Alemanha	589.800	278.000	61.500	415.836
12. Rússia	345.430	339.400	11.500	315.810
Outros ⁽¹⁾	1.454.020	1.291.516	131.330	1.384.786
Total	28.682.162	25.916.393	2.093.541	22.050.810

Fonte: ITMF - Países membros.
 Notas: (1) - estimativa.
 (2) - em tecidos de malha o Brasil é o 2º maior produtor mundial.

Entretanto, em termos de comércio internacional, a presença do Brasil ainda é muito pequena, estando o país apenas entre os 35 maiores exportadores e 31 maiores importadores de têxteis e confeccionados do mundo, (Tabela 2), o que lhe confere um papel secundário neste mercado. Cabe ressaltar o fato de que os artigos confeccionados (bens acabados) terem superado os valores comercializados de manufaturas, passando a representar a maior parcela do montante comercializado mundialmente. (ABIT) Em 2000, o comércio mundial de têxteis e confeccionados foi de US\$ 356 bilhões, sendo US\$ 157 bilhões de têxteis e US\$ 199 bilhões de confeccionados. (ITMF) A tendência é a de que esta participação aumente ainda mais no futuro, com a expansão das exportações de 'roupas prontas' e outros confeccionados produzidos em escala industrial, cada vez mais concentrados em países asiáticos e latino-americanos, detentores de uma extensa massa de mão-de-

obra barata, a serem destinados, em boa parte, ao abastecimento de países mais ricos e desenvolvidos, em sua maioria menos competitivos na produção de artigos intensivos em mão-de-obra.(ABIT) O quadro a seguir, tabela 2, mostra a participação do Brasil no mercado mundial:

Tabela 2:

Principais Países Exportadores - 2000 (em milhões de US\$)			
Países	Têxteis	Confecções	Total
1. China	16.135	36.071	52.206
2. Hong Kong	13.442	24.215	37.657
3. Itália	11.958	13.217	25.175
4. EUA	10.955	8.646	19.601
5. Alemanha	11.018	6.837	17.855
6. Coréia do Sul	12.780	5.026	17.806
7. Taiwan	11.687	2.967	14.654
8. França	6.762	5.427	12.189
9. Índia	5.922	6.007	11.929
10. Bélgica	7.816	3.942	11.758
11. México	2.551	8.696	11.247
12. Turquia	3.672	6.533	10.205
13. Reino Unido	4.214	4.111	8.325
14. Indonésia	3.505	4.734	8.239
15. Japão	7.023	0	7.023
35. Brasil	686	536	1.222
Subtotal	130.126	136.965	267.091
Outros	27.334	61.975	89.309
Total	157.460	198.940	356.400

Fonte: OMC - Organização Mundial do Comércio

2.3 A Indústria Têxtil no Brasil

O setor têxtil é um dos segmentos de maior tradição dentro do segmento industrial, contando com uma posição de destaque na economia dos Países mais desenvolvidos e carro-chefe do desenvolvimento de muitos dos chamados Países emergentes, que devem à sua indústria têxtil o papel de destaque que exercem, hoje, no comércio mundial de manufaturas.(ABIT) No Brasil, a sua importância não é menor, tendo desempenhado um papel de grande relevância no processo de desenvolvimento do país.

Até a década de 80, a indústria têxtil brasileira, detentora de um mercado interno cativo e em expansão, fechado às importações, tanto de produtos acabados, quanto de insumos e equipamentos, não encontrou estímulo para realizar os investimentos necessários ao acompanhamento do processo de modernização que ocorria em outros países. A partir dos anos 90, com a abertura do mercado local à concorrência internacional e, mais tarde, com a estabilização da moeda brasileira (em 1994 com o Plano Real), viu ser modificado por completo o cenário econômico que a havia levado a instalar-se e a crescer no País. Exposta de forma abrupta e mal planejada a um novo padrão de concorrência, teve de empreender um árduo esforço para se reposicionar e voltar a ser competitiva, só que, desta vez, em termos globais.(ABIT)

Dentro desse contexto exposto, foca-se a análise deste novo trabalho nos resultados evolutivos do setor, que abrangem o período de 1997 a 2001, exatamente dois anos antes e dois anos depois do principal acontecimento que influenciou, não só a economia têxtil, mas também a dos demais setores nacionais, que foi a

mudança na política cambial ocorrida em 1999 (quando a moeda brasileira passou a ter taxa cambial flutuante).(ABIT)

Além deste, outros acontecimentos mais recentes que interferiram nos rumos da economia nacional, como a crise energética, a recessão econômica internacional, a crise na Argentina, a nova e acentuada desvalorização no câmbio, etc., também produziram efeitos sobre os resultados do setor em 2001, são analisados ao longo deste capítulo.

2.4 Importância do setor na economia brasileira

Apenas a título ilustrativo e de demonstrar a sua força econômica, observamos conforme a tabela 3, abaixo, que o setor com um faturamento total equivalente a 4,4 % do PIB (produto interno bruto) brasileiro (que representa o valor agregado de cada segmento econômico) e empregando cerca de 1,9 % da população ativa, certamente é um setor de grande relevância para a economia do país e com forte impacto social:

Tabela 3:

Receita Bruta 2001 (US\$ bi)		Empregos 2001 (mil func.)	
Têxteis básicos	14,1	Têxteis básicos	332
Confeccionados	21,4	Confeccionados	1.192
Total da cadeia ⁽¹⁾	22,0	Total da cadeia	1.524
PIB Geral	503,3	População Econ. Ativa	81.407
⇒ Participação	4,4%	⇒ Participação	1,9%

Fontes: IBGE/BACEN/IEMI
Nota: (1) - representa a receita bruta gerada pela indústria da confecção e as receitas estimadas com comercialização de fios, tecidos e aviamentos ao varejo.

A tabela anterior demonstra também a capacidade do setor na geração de empregos com relação a população economicamente ativa, ou seja, a soma das riquezas produzida pelo setor têxtil e o número de empregos gerados pelo setor.

3. REFERENCIAL TEORICO:

O termo Governança Corporativa tornou-se conhecido e a ser difundido a partir do estudo clássico de Alfred Berle e Garnier Means publicado em 1932 e intitulado *"The Modern Corporation and Private Property"*.

Apesar de muitas questões terem sido tratadas por A. Berle e G. Means em seu estudo, o fato é que a expressão governança corporativa somente voltou a ter ênfase há não mais do que 25 anos atrás, quando então os estudos organizacionais têm se preocupado em entender e discutir as implicações das relações entre as organizações e a sociedade (Freeman, 2000).

Conseqüentemente nos anos 80, segundo Freeman,(2000) adotou-se e procurou dar maior abrangência ao tema enquadrando-o também sob a ótica da responsabilidade social corporativa. As dificuldades metodológicas em demarcar a extensão da responsabilidade e a ação das organizações abriram espaço para novas formulações teóricas.

Os fundamentos da governança corporativa podem parecer complicados, mas não são de fato. Eles compreendem um conjunto de controles básicos através dos quais as empresas são governadas (IBGC, 2004).

Esses controles, em geral, são:

- Os acionistas elegem os membros do conselho de administração para representá-los;
- Os membros do conselho escolhem a diretoria;
- As decisões são tomadas de forma transparente, de tal modo que os acionistas podem cobrar as responsabilidades dos conselheiros e diretores;
- A empresa adota princípios contábeis geralmente aceitos, o que permite a tomada de decisões pelos diretores, conselheiros, *shareholders* e *stakeholders*;
- As políticas e práticas da empresa são de acordo com as legislações vigentes no país.

O objetivo das organizações é ter a melhor performance possível, pois só assim é capaz de atender toda a diversidade de interesses que para ela convergem. Nesse sentido os *stakeholders* proporcionam os recursos necessários para alcançar esse objetivo. Com esses recursos, as organizações, atuando de forma eficiente, são capazes de atender as demandas de seus diversos constituintes. Os consumidores têm acesso a produtos de melhor qualidade, os empregados podem negociar maiores salários.(Campos, 2001).

Dessa forma, os *stakeholders* devem ser “administrados estrategicamente” (Campos, 2001), ou seja, suas contribuições e compensações devem ser avaliadas a partir da performance organizacional.

O termo “Governança Corporativa”, originalmente traduzido do inglês, “*Corporate Governance*”, encontra na literatura uma vasta abrangência de definições. Segundo Vidigal(2000), “*Governance*” teria origem no verbo latino *gubernare*, que significa governar, ou seja: seria o sistema pelo qual os acionistas “tomariam conta” de uma empresa (*corporation*).

A era da governança corporativa, segundo Lodi (2000), teria surgido há cerca de quatorze anos, em 1986, como decorrência de escândalos como o do Guinness, na Inglaterra, e de algumas companhias de extrema importância nos Estados Unidos, como IBM e General Motors, que quase faliram, sem que tivesse havido qualquer ação do Conselho de Administração no sentido de impedir tal rumo. Em consequência, os acionistas, particularmente os investidores institucionais, perceberam que algo deveria ser feito no sentido de estabelecer princípios mais adequados de atuação daqueles colegiados. Iniciar-se-ia, assim, uma série de pesquisas com o intuito de estabelecer melhores normas para a atuação dos organismos diretivos das companhias, que acabou sendo disseminado com o nome de “*corporate governance*”.

Lethbridge (1997) define governança corporativa como sendo “os arranjos institucionais que regem as relações entre acionistas (ou outros grupos) e as administrações das empresas”.

Siffert Filho (1998), por outro lado, registra que a expressão “diz respeito aos sistemas de controle e monitoramento estabelecidos pelos acionistas controladores de uma determinada empresa ou corporação, de tal modo que os administradores tomem suas decisões sobre a alocação dos recursos de acordo com o interesse dos proprietários”. (*shareholders*).

Com base em Freeman (1994), Starik (1994) propõe que o conceito seja estabelecido a partir do corte feito pelo pesquisador, pois o que afeta ou é afetado pela organização pode incluir o MACRO AMBIENTE, os seres inanimados (pedras, computadores) e toda sorte de indivíduos e seres em geral. Nessa dimensão, o conceito não é passível de operacionalização e é incapaz de fornecer os subsídios

necessários para que administradores reconheçam e atuem no sentido de avaliar os interesses desses agentes.

Por outro lado, no nível restrito, estão as contribuições que visam definir grupos e seus interesses para a atividade econômica da organização. Assim Clarkson (1994) legitima, define e classifica *stakeholders* a partir do risco envolvido. Assim, stakeholder voluntário é aquele que incorre em algum risco por ter investido alguma forma de capital, humano ou financeiro, algum tipo de valor na empresa. Os *stakeholders* involuntários são aqueles que estão sujeitos a riscos resultantes da ação das empresas. Nessa conceituação, as relações entre os *stakeholders* e as organizações envolvem o sentido da perda ou de um risco associado. Clarkson (1995) refina mais o conceito, considerando *stakeholders* “as pessoas ou grupos que têm ou reivindicam propriedade, direito ou interesse em uma corporação e em suas atividades passadas, presentes e futuras. Tais reivindicações, direitos, ou interesses são resultado de transações ou ter ações com a corporação e pode ser legal, moral, individual ou coletiva”.

A importância de cada um dos *stakeholders* e, em especial dos acionistas, implicou em diferentes visões quanto aos objetivos das organizações.

Uma primeira vertente do debate que Chrisman e Carroll (1990) chamam de clássica e liderada inicialmente por Friedman (1971), considera que somente os interesses dos acionistas devem ser objeto de consideração dos administradores.

Para esses autores, o objetivo das organizações é de dar lucro e remunerar o investimento feito pelos acionistas, pois os recursos financeiros provenientes desse *stakeholders* é que viabilizam os negócios e a existência dos demais *stakeholders*.

Parkinson (1996) endossa essa proposição acrescentando, contudo, que a busca pelo lucro, enquanto forma mais eficiente de geração de riqueza para toda a

sociedade, deve se dar dentro da lei. O aparato legal deve, por sua vez, estabelecer os direitos e obrigações das organizações e dos *stakeholders*. Por fim, as proposições que consideram que todos os participantes na organização têm interesses que são legítimos.

Assim, não se pode fazer distinção quanto aos acionistas e demais *stakeholders*. O objetivo das organizações não é só gerar o lucro máximo para os acionistas, mas atender a diversidade de interesses dos *stakeholders*. Todos devem ser considerados da mesma forma, pois os interesses de cada stakeholder são de valor intrínseco e, devem ser considerados como tal (Donaldson e Preston, 1995).

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, IBGC (2004), conceitua governança corporativa como sendo:

“as práticas e os relacionamentos entre os Acionistas/Cotistas, Conselho de Administração, Diretoria, Auditoria Independente e Conselho Fiscal, com a finalidade de otimizar o desempenho da empresa e facilitar o acesso ao capital”.

Uma última definição, adotada pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM, 2003), complementa as anteriores, mencionando que:

“Governança corporativa é o conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como: investidores, empregados e credores, (*stakeholders*), facilitando o acesso ao capital”.

A análise das práticas de governança corporativa aplicada ao mercado tradicional e de capitais envolveria, principalmente: "transparência, equidade de tratamento dos acionistas e prestação de contas”.

Na teoria econômica tradicional, a governança corporativa surge para procurar superar o chamado “conflito de agência”, presente a partir do fenômeno da separação entre a propriedade e a gestão empresarial, o que nos leva diretamente a

definição de Siffert Filho(1998). O “principal”, titular da propriedade, delega ao “agente” o poder de decisão sobre essa propriedade. A partir daí surgem os chamados conflitos de agência, pois os interesses daquele que administra a propriedade nem sempre estão alinhados com os de seu titular. Sob a perspectiva da teoria da agência, a preocupação maior é criar mecanismos eficientes (sistemas de monitoramento e incentivos) para garantir que o comportamento dos executivos esteja alinhado com o interesse dos acionistas.

A governança corporativa proporciona aos proprietários (acionistas ou cotistas) a gestão estratégica de sua empresa e a efetiva monitoração da direção executiva. As principais ferramentas que asseguram o controle da propriedade sobre a gestão são o Conselho de Administração, a Auditoria Independente e o Conselho Fiscal (IBGC, 2004).

A empresa que opta pelas boas práticas de governança corporativa adota como linhas mestras transparência (*disclosure*), prestação de contas (*accountability*) e equidade (*equity*). Para que essa tríade esteja presente em suas diretrizes de gestão, é necessário que o Conselho de Administração, representante dos proprietários do capital (acionistas ou cotistas), exerça seu papel na organização, que consiste especialmente em estabelecer estratégias para a empresa, eleger a Diretoria, fiscalizar e avaliar o desempenho da gestão e escolher a auditoria independente (IBGC, 2004).

Cabe aos acionistas, enquanto participantes dos conselhos de administração, definir as estratégias que maximizem os lucros. A partir dessas definições cabe aos administradores a efetivação das ações para esse fim.

Contudo, nada garante que tais estratégias sejam executadas. Esses são os problemas de agência, isto é, de alinhamento dos interesses dos acionistas e Administradores (Campos, 2001).

No entanto, nem sempre as empresas contam com conselheiros qualificados para o cargo e, que exerçam, de fato, sua função legal. Essa deficiência tem sido a raiz de grande parte dos problemas e fracassos nas empresas, na maioria das vezes decorrentes de abusos de poder (do acionista controlador sobre minoritários, da Diretoria sobre o acionista e dos administradores sobre terceiros), erros estratégicos (decorrentes de muito poder concentrado numa só pessoa, normalmente o executivo principal), ou fraudes (uso de informação privilegiada em benefício próprio, atuação em conflito de interesses).

Em resposta a esse cenário, o movimento de governança corporativa ganhou força nos últimos anos, tendo nascido e crescido, originalmente, nos Estados Unidos e na Inglaterra e, a seguir, se espalhando por muitos outros países.

3.1 Estudos Realizados:

Dentro da vasta literatura encontrada sobre o assunto, a partir da década de 70, chama a atenção dois enfoques que privilegiam sobre maneira este estudo.

Tradicionalmente têm sido identificados dois modelos clássicos de governança corporativa: o modelo *shareholder* ou anglo-saxão, onde se privilegiam os interesses dos acionistas, e o modelo *stakeholder* ou nipo-germânico, quando se adota visão mais abrangente alcançando aspectos de responsabilidade social da empresa e seu relacionamento com uma gama bastante ampla de envolvidos: credores, funcionários, fornecedores, clientes e governo.

Estudos conduzidos por Rabelo (1998), registram como o desenvolvimento de tais modelos mostra-se diretamente relacionado ao Padrão de Industrialização inerente a cada país em questão.

Analisando sob a ótica da forma de controle, se registra que existiriam dois sistemas típicos e extremos de caracterização, onde prevaleceriam empresas com controle interno e aquelas com controle externo, dependendo da concentração de seu controle acionário.

O primeiro sistema com controle interno reuniria empresas em que um pequeno grupo de acionistas deteria a maior parte das ações, o controle, e, como conseqüência, se teria baixa liquidez, estruturas de propriedade concentradas etc.

No outro pólo, com controle externo, estariam as empresas com características opostas e, portanto, onde um grande número de acionistas deteria o maior número das ações, refletindo alta liquidez, estruturas de propriedade e controle diluídas, além de outras particularidades.

Visto sob o enfoque de estrutura de capital predominante, ou seja, analisando o maior percentual de participação (de credores ou de acionistas) existentes no passivo das empresas de um determinado mercado, poderíamos classificá-lo levando em conta a forma de financiamento de ocorrência mais freqüente.

Seriam, então, passíveis de enquadramento diferenciado os mercados com predominância de empresas financiadas com recursos de acionistas e, mercados com predominância de financiamento de credores, nos extremos dessa perspectiva. Seriam os chamados mercados de controle via *equity* e mercados de controle via *debt*, respectivamente.

Assim, as classificações propostas (sistemas de controle interno/externo, e controle de mercado via *equity/debity*) mostram-se como extremas, havendo sistemas intermediários que seriam mais ilustrativos para a compreensão da lógica da organização dos mercados de capitais em países emergentes.

Em termos concretos, os sistemas de controle externo e/ou os mercados de controle via *equity* vigorariam no modelo *shareholder* de governança corporativa dos Estados Unidos e Inglaterra, enquanto os sistemas de controle interno e/ou os mercados de controle via *debity* predominam no modelo *stakeholder*, no Japão e Alemanha.

Dada a caracterização destes modelos, razões históricas de sua origem estariam atrelados aos Padrões de Industrialização por que passaram Inglaterra, EUA, Alemanha e Japão. Esse padrão teria estreita correlação com o nível de acumulação e centralização de capitais em cada um destes países, no momento em que se efetivou sua industrialização.

Segundo Campos 2001, estudos realizados em outros dois continentes com empresas que se assemelham ao perfil de nosso estudo, demonstraram através de:

“evidências empíricas que comprovam que a concentração de propriedade nas organizações melhora a sua performance estão presentes na literatura já a partir dos anos 70. Oswald e Jahera (1991) apresentam uma síntese dessas contribuições nos anos 70 e 80. Os autores chamam a atenção para a diversidade de medidas de performance, financeiras e não financeiras, bem como as distintas medidas de propriedade presentes nesses estudos. Uma linha de pesquisa considera os efeitos da propriedade de ações de diretores sobre a performance. Os autores concluíram que, quando os diretores detêm ações, há uma significativa melhora na performance”.

Segundo, Leech e Leachy, apud Campos (2001):

“A importância da concentração de propriedade como um mecanismo para ampliar o controle e o incentivo sobre os administradores, foi analisada pelos autores que concluíram que, para as organizações britânicas, a estrutura de propriedade é positivamente correlacionada com performance e que a concentração depende do tamanho da firma, da diversificação de risco e da produção”.

Ainda, conforme Demsetz e Lehn (1985), apud Campos (2001):

“A partir das evidências empíricas, se questiona por que todas as organizações, na busca por eficiência, não teriam grande parte de suas ações nas mãos de poucos acionistas. A pulverização de capital, característica das empresas americanas e inglesas, principalmente, seria então ineficiente, pois com a concentração a performance seria supostamente melhor”.

Demsetz e Lehn (1985) apresentam três variáveis que influenciam a estrutura de propriedade: o tamanho da organização, a instabilidade da taxa de lucro e a existência de regulação para o setor. O tamanho de uma firma que opera eficientemente é determinado pelas características do produto – economias de escala – e varia entre os diversos setores. Para grandes empresas, o capital necessário para se obter economias de escala é alto o que corresponde ao valor de suas ações. Para se ter o controle da organização, um grande volume de capital é necessário o que implica em grande pulverização das ações. A instabilidade das taxas de lucro reflete a instabilidade do mercado onde a firma opera. Empresas em mercados com baixo índice de avanço tecnológico, com poucas inovações de produtos e preços estáveis, podem ser mais facilmente controladas, no sentido de avaliar a performance dos administradores que empresas em ambientes turbulentos.

Assim, em firmas operando em mercados instáveis, pode haver, segundo Demsetz e Lehn (1985), apud Campos (2001), um ganho residual ou lucro gerado pelo monitoramento dos acionistas, aumentando a concentração do capital. Por fim, a regulação reduz as possibilidades de ação dos administradores. Em setores

regulados, a concentração de propriedade é menor, pois exige menor necessidade de monitoramento.

3.2 Os Modelos de Governança Corporativa

Os mercados norte-americano e inglês nasceram com características bastante semelhantes, tendo um mercado de capitais secundário desenvolvido, de propriedade diluída e com um aparato regulatório de proteção aos acionistas forte e eficiente, favorecendo a liquidez. Com participações pulverizadas, bolsas de valores ganhavam liquidez, diminuindo o risco do acionista e reduzindo a exigência de um monitoramento direto.

Lethbridge (1997) destacaria que:

“a própria variação do preço das ações seria o instrumento de mercado suficiente para que os investidores sinalizassem aprovação, ou desaprovação, ao direcionamento dado à companhia por seus administradores”.

No mercado alemão, por outro lado, o processo de intervenção governamental foi bastante evidente até o fim do nazismo, em 1945, o que contribuiu para a entrada atrasada no processo de industrialização, no pós-guerra. Com referência ao Japão, que também teve seu processo de industrialização posterior aos demais, o papel intervencionista do Estado deu-se de forma ainda mais efetiva.

Com níveis de acumulação e centralização atrasados em ambos os países, e submetidos às exigências do mercado, Alemanha e Japão tiveram em comum forte atuação governamental em sua industrialização, com recursos oriundos de cartéis, associações de comércio semi-oficiais e dos bancos, que diferente do mercado anglo-saxão, tomam assento na administração das grandes empresas.

Em resumo, identificamos dois formatos bem definidos de modelagem que, devido a razões históricas, ganharam cursos diferentes de estruturação, embora a dinâmica dos acontecimentos no mundo tenda sempre a provocar ajustes. O modelo shareholder, com sistema de controle externo e operando em mercados de controle via *equity*, caracteriza práticas observadas predominantemente nos Estados Unidos e Reino Unido. No outro pólo, o modelo stakeholder, com sistema de controle interno e com predominância em mercados de controle via *debt*, com forte atuação de bancos no controle ou financiamento das empresas, evidenciando práticas mais características na Alemanha e do Japão. Neste intervalo, figurariam modelagens intermediárias, observáveis em outros países, especialmente naqueles em desenvolvimento, como é o caso do Brasil.

Segundo a McKinsey Co., um dos principais fatores que incentivaram essa mudança de atitude por parte das companhias de capital aberto foi o surgimento dos fundos de pensão e fundos de investimento na década de 80. O investimento em ações por parte dessas instituições cresceu muito nos últimos anos e, atualmente, são responsáveis por grande parte do capital investido. Os fundos de pensão têm exercido uma forte pressão para que os países adotem as práticas de Governança Corporativa e para que as empresas façam a reforma de seus conselhos, objetivando os princípios da mesma. Outro fator incentivador da adoção das práticas de governança foi o reconhecimento de que o conselho de administração não deve atender apenas as exigências dos acionistas, mas também de todo um grupo de clientes, fornecedores, credores, empregados, que são denominados *stakeholders*. Para isso deve ser adotada uma política de equilíbrio entre os interesses dos investidores e de outros públicos, ou seja, deve-se ter em vista o atendimento de interesses mais amplos do que apenas os do acionista (shareholder).

Com o surgimento então, dos fundos de pensão e fundos de investimento, que passaram a ser grandes investidores no mercado de capitais. A título de exemplo podemos citar o fundo da Calpers – Califórnia Public Personnel, que é conhecido por ter a maior parcela de todos os recursos, se comparado com todos os demais fundos americanos. Em 1994, a ALI (American Law Institute) publicou um resultado de seus longos estudos, denominado *Principles of corporate governance*. No entanto, dois anos antes, foi publicado o relatório *Cadbury*, na Inglaterra, que acabou sendo o documento mais conhecido e pioneiro no desenvolvimento da governança corporativa. Os Estados Unidos não ficou para trás, publicando sua versão do Código das Melhores Práticas, o *NACD (National Association of Corporate Directors) Report*, em 1996. Em 1997, a Inglaterra publicou o *Hempel Report*, que foi uma revisão do *Cadbury Report*.

3.3 O Modelo Americano:

O mercado acionário norte-americano é caracterizado, fundamentalmente, pela pulverização das ações de suas companhias. Segundo Lethbridge (1997), esse mercado sinaliza, com relativa precisão, se uma empresa é bem ou mal administrada.

Isso pode ser visualizado através do preço de mercado das ações da companhia. O sistema impõe ainda, controles rígidos quanto à posse de informações privilegiadas o que exige um elevado nível de transparência das empresas.

Cintra (1999), exemplifica melhor a questão da dispersão do capital acionário

das companhias norte-americanas. Segundo o autor, a Securities Exchange Commission (SEC) “desencoraja a concentração de ações nos portfólios dos agentes”. O receio destes provém do fato de que todo acionista ou instituição que adquiere participação igual ou superior a 5% de qualquer empresa tem que dar informações a SEC sobre a origem do capital, as fontes de financiamento e os planos do grupo. Além disso, os acionistas que detêm informações privilegiadas (*insider Information*) estão proibidos de negociar títulos que sofram influência direta desta, antes dela se tornar conhecida do grande público.

Já Silveira (2002), acredita que o fato de ser difícil encontrar alguma empresa norte-americana em que, alguma pessoa física ou jurídica, detenha mais de dez por cento do capital acionário, caracteriza uma situação onde os executivos são fortes e os proprietários são fracos.

É a partir desta dada situação que o movimento a favor da Governança Corporativa ganha fôlego nos Estados Unidos nos anos 80. Segundo Silveira (2002), as constantes fraudes e atitudes lesivas do Conselho de Administração das empresas, perante seus acionistas, forneceram o impulso necessário para que os últimos adotassem uma postura mais ativa e fiscalizadora sobre os primeiros.

Para Lethbridge (1997) e Jensen e Chew (2000), a situação da economia dos Estados Unidos no mesmo período também contribuiu para trazer a tona o debate sobre os sistemas de governança do país. Nessa época, houve uma considerável perda de competitividade da indústria norte-americana, o que levou não apenas a questionamentos quanto às políticas comerciais e industriais vigentes, mas também ao sistema de financiamento e controle corporativo das empresas.

Boa parte desse ativismo deveu-se aos investidores institucionais. Segundo Carlsson *apud* Silveira (2002), merece destaque o fundo de pensão dos funcionários

públicos do Estado da Califórnia, o Calpers, que foi o desbravador do movimento de Governança Corporativa norte-americano. Esse fundo geria segundo o autor, um patrimônio de US\$ 166 bilhões, com US\$ 115 bilhões investidos em ações de 1500 empresas.

O fundo criou em 1985 o Conselho dos Investidores Institucionais (CII-Council of Institutional Investors) com o objetivo fundamental de preservar os interesses dos investidores institucionais. Essa organização atuou de diversas formas durante a década de 1980, exigindo mudanças na legislação americana e monitorando as práticas de Governança Corporativa das empresas nas quais tinha recursos aplicados. Em 1987, segundo Cintra (1999), o fundo passou a publicar, anualmente, uma lista que continha as cinquenta empresas que trouxeram o menor retorno aos acionistas e, que pertenciam ao seu portfólio no ano em questão. Nos cinco anos posteriores, essas apresentaram um retorno 6,8% maior que o índice *Standard & Poor's 500*.

Nessa empreitada, o Calpers contou com o apoio de outras instituições como ISS (Institutional Shareholder Services) e o TIAA-CREFF, maior fundo de pensão do mundo. Em conjunto eles mudaram o estado da Governança Corporativa norte-americana (Jensen e Chew, 2000).

Segundo Jensen e Chew, essa mudança veio em grande parte através do processo de aquisição hostil (take over). Esse artifício fez com que os administradores das corporações percebessem que um fraco desempenho da companhia poderia representar a perda de controle da mesma e possível perda de emprego dos primeiros.

A adoção de códigos de Governança Corporativa por eles elaborados tornou-se requisito indispensável em futuras aquisições de ações. Segundo Lethbridge

(1997), o fundo Calpres troca em média um terço das empresas pertencentes a sua carteira de ações durante um ano, exercendo um típico monitoramento via mercado.

A postura ativa desses investidores foi responsável por mudanças significativas nas empresas norte-americanas na década de 90. Muitas delas passaram a elaborar seus próprios códigos de Governança Corporativa e, segundo Baghat e Black *apud* Silveira (2002), atualmente a maioria dessas empresas, possui membros externos e independentes em seu Conselho de Administração.

Segundo Jensen e Chew (2000), nos anos 90, leis sobre o controle acionário das empresas reduziram drasticamente as operações bem-sucedidas de aquisição hostil. Esse processo levou a paralisação do mercado de capitais dos Estados Unidos nesta década. Com isso, passou-se a dar mais ênfase ao uso de mecanismos internos de Governança Corporativa.

Após a passagem dos anos 80, período no qual o mecanismo de Governança Corporativa mais utilizado foi o externo através das aquisições hostis e, dos anos 90 época da governança empresarial nos Estados Unidos, a Governança Corporativa ganha novo fôlego na entrada do novo milênio. Boa parte desse novo ímpeto deve-se as traumatizantes fraudes contábeis e posterior falência de grandes empresas de capital aberto daquele país, que trouxeram vultosos prejuízos a seus acionistas .

Segundo Scherer (2003), a forma abrupta e chocante, na qual emergiram as fraudes contábeis das empresas norte-americanas em 2002, conduziram a um abalo poucas vezes visto nesta sólida economia. Os requisitos desta crise, segundo o autor, tiveram efeitos significativos no modelo de Governança Corporativa daquele país e nas formas de investimento das últimas duas décadas.

Como conseqüência, as constantes reclamações dos pequenos investidores (minoritários) surtiram efeito e os congressistas norte-americanos elaboraram a lei

que ficou conhecida como **Sarbanes-Oxley (SOX)**. É a mais abrangente e completa lei do mercado de capitais norte-americano desde a quebra da Bolsa de valores de Nova Iorque em 1929. Ela exige das empresas listadas nas principais Bolsas dos Estados Unidos um rígido cumprimento de normas de Governança Corporativa (Exame, junho/2003).

Criada em 2002 a referida lei visa coibir atitudes dos administradores que possam lesar o patrimônio da empresa e dos acionistas. Ela passa a vigorar em 2005 e seus dois artigos mais polêmicos são o 302 e, o 404 (Capital Aberto, julho/2004).

A seção 302 obriga o presidente e o diretor financeiro da companhia a certificarem os balanços destas, atestando a veracidade das informações. Em caso de fraude estes podem sofrer multas de até US\$ 10 milhões ou 20 anos de prisão (Capital Aberto, julho/2004).

Já a seção 404 determina que as empresas devem adotar certos padrões de controles internos na emissão de relatórios financeiros. Para as empresas que ainda não seguem essas normas a implantação desses controles pode ser bastante onerosa e difícil devido às significativas lacunas existentes entre os funcionários que executam os controles e os executivos (Capital Aberto, julho/2004).

Diante de tudo isso não se pode prever com clareza o que irá ocorrer com o mercado acionário norte-americano nos anos vindouros. Será ele estimulado pela maior confiabilidade? Ou esvaziado pelas rigorosas exigências? Porém a realidade atual coloca as boas práticas de Governança Corporativa como tema central das discussões sobre o mercado de capitais norte-americano.(Capital Aberto, julho/2004).

3.4 O Modelo Europeu:

Ao ser analisado o processo de desenvolvimento da Governança Corporativa na Europa é necessário que sejam descritos os dois sistemas (ou “modelos”) existentes naquele continente.

O primeiro sistema de Governança Corporativa é o anglo-saxão, presente fundamentalmente na Inglaterra. Esse sistema é semelhante ao empregado no mercado acionário dos Estados Unidos. Segundo Silveira (2002), o mercado de ações inglês tem, basicamente, as mesmas características de estrutura de propriedade do norte-americano, ou seja, há uma grande pulverização das ações entre os diversos acionistas da companhia.

Lodi (2000), coloca que até o final da década de 1980 na Inglaterra, imperavam os chamados Clubes de Conselheiros em que eram comuns as trocas de favores entre conselheiros das mais diversas empresas. Visando disciplinar o comportamento dos conselheiros e acabar com tais favorecimentos surgiu o Relatório Cadbury de Melhores Práticas de Governança Corporativa, criado pelo Banco da Inglaterra em 1992. A Bolsa de Valores de Londres (London Stock Exchange) publicou, cinco anos depois, um documento denominado Relatório Hempel. Ambos são compostos por uma série de regras de conduta que tem como objetivo final à preservação dos interesses do acionista.

O outro sistema de Governança Corporativa existente naquele continente é o alemão que é característico da maioria dos países da Europa continental.

Segundo Silveira (2002), o sistema de Governança Corporativa alemão é, em sua essência, diferente do sistema anglo-saxão predominante nos Estados e no Inglaterra. Na Alemanha as empresas buscam equilibrar suas necessidades com os

interesses do grande público (credores, empregados, fornecedores, etc), uma característica da perspectiva stakeholder que aparece em grande parte da Europa continental. Outra diferença entre esses sistemas refere-se a estrutura de propriedade das empresas. Segundo Siffert (1998), enquanto na Inglaterra a predominância é de empresas com propriedade dispersa e pulverização das ações, na Alemanha o capital fica concentrado nas mãos de poucos e grandes acionistas.

Segundo com a análise da Governança Corporativa na Alemanha devem ser observadas as características do mercado acionário desse país. Em comparação com as outras economias desenvolvidas percebe-se o subdesenvolvimento do mercado alemão.

Dados de 1998 demonstram que a Bolsa alemã apresentou cerca de metade da capitalização da Bolsa de Valores Londrina (Silveira, 2002).

O mesmo não pode ser dito sobre o mercado de crédito alemão. Ao contrário do mercado de ações, o mercado de crédito é bastante desenvolvido. Boa parte desse desenvolvimento decorre da grande participação que os bancos detêm nas empresas desse mesmo país. Segundo Rabelo e Silveira (1999), os bancos exercem um importante papel na coordenação do sistema financeiro alemão.

Silveira (2002), diz que a participação substancial do mercado de crédito alemão em relação ao mercado acionário vem desde o século XIX. A partir daquele período os grandes bancos passaram a fornecer o financiamento de curto e longo prazos e o capital de risco para as empresas, além de exercerem o controle ativo das mesmas.

Segundo Rabelo e Silveira (1999), os outros investidores institucionais como os fundos de pensão e as seguradoras têm um papel bastante limitado no mercado acionário alemão. Isso ocorre porque estes não conseguem participar ativamente da

gestão das empresas, pois o direito de voto é restrito e as informações prestadas não costumam ser detalhadas. Outro fator que, segundo os autores, inibe a participação desses investidores é o direito assegurado aos *stakeholders* que tem “assento” no Conselho de Administração das empresas.

Porém, Lethbridge (1997), observa que para atender a demanda dos investidores internacionais e tentar assim fortalecer seu mercado de ações as empresas e as Bolsas de Valores alemãs estão sendo obrigadas a passar por um processo de reestruturação.

Silveira (2002), coloca que o grande impulso para o desenvolvimento do mercado de ações alemão se deu através da criação do Novo Mercado alemão, o *Neuer Markt*. Esse segmento foi alocado na Bolsa de Frankfurt exigindo das empresas participantes respeito a regras de transparência e proteção aos investidores.

Segundo Barros (2000), o motivo principal para a criação do Neuer Markt foi propiciar liquidez ao mercado acionário alemão. Para isso, era preciso que fossem convencidos os administradores da Bolsa de Valores de Frankfurt, a maior da Alemanha. Esse administrador era a empresa privada Deutsch Börse, de propriedade dos grandes bancos alemães. Estes estavam céticos de que a criação desse segmento de mercado pudesse fornecer um financiamento adequado as empresas desse mesmo país.

De 1997 a 2000 mais de 200 empresas aderiram ao *Neuer Markt*, número correspondente a um terço do total de empresas que abriram capital na Alemanha entre os anos de 1949 e 1999.

As empresas que integraram o Neuer Markt eram, basicamente, de capital de risco, com grande potencial de crescimento, que atuava dentro de um sistema

equivalente a NASDAQ americana. O foco em empresas com essas características foi, provavelmente, um fator que impediu uma “vida mais longa” a esse segmento de mercado. Com o fim da bolha do mercado Virtual na Internet em março de 2000, as ações integrantes do Neuer Markt passaram a ser depreciadas paulatinamente. O Neuer Markt encerrou suas operações em 2003.

3.5 O Modelo Japonês:

Segundo Hitt, Ireland e Hoskisson (2002), as questões relativas a Governança Corporativa no Japão são significativamente afetadas pelo tripé; obrigação-família-consenso. A obrigação refere-se ao ato de retribuir de alguma forma uma pessoa, família ou entidade que tenha lhe prestado um serviço anterior. O consenso influi diretamente na tomada de decisões e, muitas vezes, é mais valorizado que os créditos geralmente distribuídos aos executivos de outras nações. Os autores colocam que esse princípio, por último descrito, faz com que o processo de tomada de decisão seja demasiadamente lento e desajeitado.

Silveira (2002), argumenta ainda, que o fato de a cultura japonesa ser tradicionalmente coletivista, leva as empresas a atuarem, na maioria das vezes, buscando equilibrar seus interesses com os dos *stakeholders*. A partir disso extrai-se uma característica peculiar das empresas japonesas; o emprego vitalício. Isso leva essas a priorizarem o crescimento absoluto de sua participação de mercado, deixando em segundo plano a maximização dos lucros.

O sistema de Governança Corporativa japonês tem outra característica especial que é o keiretsu horizontal. Segundo Silveira (2002), esse é formado por um

conjunto de empresas e instituições financeiras que estão ligadas pela posse conjunta de ações. Elas atuam em redes de participações cruzadas ligadas a um banco principal. Cada firma do keiretsu possui em torno de 2% de qualquer outra firma membro. No entanto, cada companhia tem uma participação acionária equivalente a esta em todas as outras empresas do keiretsu. Como consequência cerca de 30% a 90% de uma firma são possuídas por outros membros do keiretsu.

Silveira (2002), explica que o Conselho de Administração japonês tem em seus quadros um grande número de executivos que, por bons serviços prestados a companhia ao longo dos anos, foram recompensados com assentos no referido Conselho. O presidente da empresa é quem tem a incumbência de selecionar novos membros para este, tornando o presidente do Conselho de Administração apenas uma figura meramente decorativa. Assim, o conselho japonês é composto por um número excessivo de indivíduos que são, em sua maioria, internos a empresa, o que não o torna um bom mecanismo de Governança Corporativa.

Porém, Lethbridge (1997), argumenta que para atender as exigências dos investidores internacionais, às companhias japonesas estão tendo que revisar alguns princípios historicamente vigentes. Os presidentes dessas empresas redefiniram o emprego vitalício e passam a colocar agora o acionista em primeiro lugar. Os bancos enfraqueceram após a quebra da Bolsa de Tóquio em 1989, fato que levou a um aumento significativo da inadimplência. Participações acionárias cruzadas foram liquidadas e a lealdade dos keiretsu não é mais como em períodos passados.

3.6 Estruturação corrente do Modelo Brasileiro:

No que tange mais especificamente à estruturação de práticas de governança corporativa, uma das primeiras iniciativas surgiu em novembro de 1995, por meio de um grupo de empresários, membros de conselhos, executivos, consultores e estudiosos de administração empresarial, quando fundam o Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração (IBCA), entidade sem fins lucrativos, com enfoque inicial na atuação dos Conselhos de Administração e, tendo por objetivos ser um centro de debates capacitação profissional e promoção de pesquisas referentes ao tema (IBGC, 2004).

Com a declarada intenção de alcançar em seus debates também a propriedade, a Diretoria, o Conselho Fiscal e a Auditoria Independente, o IBCA, no início de 1999, passou a denominar-se Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), tendo sido o primeiro órgão criado no Brasil com foco específico em Governança Corporativa. Dentre suas iniciativas neste campo, destacar-se-iam a elaboração e revisão do Código Brasileiro das Melhores Práticas de Governança Corporativa.

Outras iniciativas estão sendo implementadas, inclusive por parte do governo, na busca por estimular a aplicação dos princípios da governança corporativa no âmbito doméstico. Uma delas foi a implantação do chamado Novo Mercado e dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa pela Bovespa, em dezembro de 2000, com o intuito de melhorar o padrão de informações prestadas pelas empresas, facilitando acompanhamento e fiscalização dos atos da administração, bem como o equilíbrio de direitos dos acionistas, independente de sua condição de controladores ou investidores.

No Brasil, os conselheiros profissionais e independentes começaram a surgir basicamente em resposta à necessidade de atrair capitais e fontes de financiamento para a atividade empresarial, o que foi acelerado pelo processo da quebra de fronteiras e pelas privatizações de empresas estatais no país.

Hoje, o mercado de capitais, as empresas, os investidores e a mídia especializada já se utilizam habitualmente da expressão governança corporativa, mencionam e consideram as boas práticas de governança em sua estratégia de negócios. Um dos principais responsáveis por essa nova realidade é o IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa).

Atualmente, diversos organismos e instituições internacionais priorizam a governança corporativa, relacionando-a a um ambiente institucional equilibrado, à política macroeconômica de boa qualidade e, assim, estimulando sua adoção em nível internacional.

3.7 O papel da Bolsa de Valores no Modelo Brasileiro

A premissa básica que norteou tais iniciativas foi, segundo a Bovespa, o entendimento de que boas práticas de governança significam redução de incertezas no processo de avaliação e, em consequência, do risco envolvido. A melhor precificação das ações em decorrência da redução do risco fortaleceria o mercado acionário, incentivando novas emissões e novas aberturas de capital. Seriam criadas, assim, alternativas de financiamento para as empresas, cujas necessidades de investimento aumentaram com a abertura da economia e a quebra de fronteiras nacionais. O Novo Mercado seria definido como: "um segmento de listagem

destinado à negociação de ações emitidas por empresas que se comprometerem, voluntariamente, com a adoção de práticas de governança corporativa e transparência adicionais em relação ao que é exigido pela legislação" (BOVESPA, 2004).

Exigências para Participação no Novo Mercado: (BOVESPA, 2004).

- Não emissão de ações preferenciais;
- Realização de ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital;
- Manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações representando 25% do capital;
- Extensão para todos os acionistas das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia;
- Estabelecimento de um mandato unificado de 1 ano para todo o Conselho de Administração;
- Disponibilização de balanço anual seguindo as normas do US GAAP ou IAS GAAP;
- Introdução de melhorias nas informações prestadas trimestralmente, entre as quais a exigência de consolidação e de revisão especial;
- Obrigatoriedade de realização de uma oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação no Novo Mercado;

- Cumprimento de regras de *disclosure* em negociações envolvendo ativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa.

A Bovespa definiria ainda uma série de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa que, adotadas parcialmente, ou em sua totalidade, qualificariam as empresas no Nível 1 ou Nível 2, dependendo do grau de compromisso assumido, como descrito a seguir:

NÍVEL 1:

1. Manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% do capital;
2. Realização de ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital;
3. Melhoria nas informações prestadas trimestralmente, entre as quais a exigência de consolidação e de revisão especial;
4. Cumprimento de regras de *disclosure* em operações envolvendo ativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa;
5. Divulgação de acordos de acionistas e programas de *stock options*;
6. Disponibilização de um calendário anual de eventos corporativos.

NÍVEL 2:

1. Aceitação das obrigações contidas no Nível 1;
2. Mandato unificado de 1 ano para todo o Conselho de Administração;

3. Disponibilização de balanço anual seguindo as normas do US GAAP ou IAS;
4. Extensão para todos os acionistas detentores de ações ordinárias das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia e de, no mínimo, 70% deste valor para os detentores de ações preferenciais;
5. Direito de voto às ações preferenciais em algumas matérias, como transformação, incorporação, cisão e fusão da companhia e aprovação de contratos entre a companhia e empresas do mesmo grupo;
6. Obrigatoriedade de realização de uma oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação neste Nível;
7. Adesão à Câmara de Arbitragem para resolução de conflitos societários.

A Bovespa contabiliza hoje trinta empresas participantes do Nível 1. As companhias Centrais Elétricas de Santa Catarina (CELESC), Marcopolo e Net Serviços de Comunicação alcançaram o Nível 2, enquanto a Companhia de Concessões Rodoviárias (CCR) e Cia. Saneamento Básico do Estado de São Paulo (SABESP) são as empresas listadas atualmente no Novo Mercado (BOVESPA, 2004).

3.8 A Bolsa de Valores e o Novo Mercado

As bolsas de valores e entidades de mercados de balcão organizado são peças fundamentais para implementar práticas qualitativas de governança corporativa nas companhias de capital aberto. Esses órgãos funcionam como auxiliares da CVM, têm a prerrogativa de entidades auto-reguladoras podendo fiscalizar os respectivos membros e as operações nelas realizadas, possuindo autonomia administrativa, financeira e patrimonial.

Tendo em vista o crescimento das discussões em torno da Governança Corporativa no mercado de capitais, a BOVESPA (Bolsa de Valores do Estado de São Paulo) lançou um novo segmento de negócio: o Novo Mercado. Esta proposta surgiu juntamente com a percepção de que deve haver uma mudança radical de alguns dos fatores de maior peso para o desenvolvimento e funcionalidade do mercado de capitais. Trata-se dos fatores que determinam o nível de proteção do investidor.

Esta iniciativa é vista como uma forte ferramenta para que o mercado de capitais se torne, cada vez mais, financiador do crescimento econômico do país. Um dos aspectos mais interessantes das regras estabelecidas para Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado, é o caráter voluntário da adesão. Nesses novos segmentos de mercado, as regras de transparência vão se tornando mais rígidas, de forma crescente, ou seja, mais brandas no Nível 1, medianas no Nível 2 e muito rígidas no Novo Mercado.

A criação dessas novas listagens teve como base um grande número de trabalhos de pesquisa gerando evidências sobre a importância para o investidor. Demonstrou claramente a existência de forte relação entre os indicadores de

proteção aos acionistas de um determinado país e seu nível de desenvolvimento do mercado de capitais.

Caso semelhante ao Novo Mercado da BOVESPA é Neuer Markt, uma listagem criada em Frankfurt, na Alemanha, visando atrair sociedades em crescimento, promovendo o desenvolvimento do venture capital (capital de risco que necessita de uma saída, em especial via bolsa de valores). A Alemanha sempre teve um sistema financeiro essencialmente baseado no sistema bancário, com normas que protegem prioritariamente os credores e com baixos índices de proteção aos acionistas. Sendo assim, um dos princípios básicos para a listagem de companhias no Neuer Markt foi a adoção pelas companhias de práticas que protegessem seus acionistas minoritários.

A criação dos Níveis de Governança Corporativa e do Novo Mercado representa, em realidade, uma mudança na cultura dos mercados de capitais.

O Brasil é um país onde a maioria das empresas é tradicionalmente familiar, ou seja, o patriarca da família é, geralmente, o controlador e a voz de comando da empresa e os cargos de administração são compostos por familiares, amigos ou pessoas de confiança que estão comprometidas com as vontades do controlador. Observa-se nessas empresas uma forte centralização do poder de decisão, o que afasta o interesse de acionistas minoritários em participar de companhias com este perfil. Portanto, a BOVESPA ao criar o Novo Mercado teve que criar também os Níveis de Governança Corporativa, de forma que as empresas vão aos poucos se adequando às regras estipuladas para essas listagens, ou seja, o desenvolvimento da Governança Corporativa não deve ser um processo traumático para as empresas.

No Novo Mercado, as regras são semelhantes às recomendações do Código de Melhores Práticas da Governança Corporativa, ou seja, as empresas são proibidas de emitir ações sem direito a voto, deve ser cumprido o free-float de 25%, devem ser seguidas normas contábeis internacionais ou americanas, as discussões entre os acionistas devem ser decididas em uma Câmara de Arbitragem, deve ser garantida a representação dos minoritários no Conselho de Administração, etc.

Outras medidas foram ainda implementadas ou estimuladas pelo governo como os limites diferenciados para aplicações de fundos de pensão em empresas de boa governança corporativa por meio da Resolução 2.829/2001, as inovações trazidas pela Lei 10.303/2001 (nova Lei das S.A.) e a utilização de parte do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS) para compra de ações, evidenciando avanços no sentido de fortalecer a adoção de melhores práticas no mercado de capitais brasileiro.

Anteriormente, em contraposição a nova lei das Sociedades Anônimas, antes das normas e práticas da governança corporativa, a direção das empresas sempre estavam, quase, em sua totalidade, em poder de investidores institucionais, representados no Conselho de Administração, os quais selecionam, avaliam e influenciam os altos administradores; geralmente detinham mais de 50% (cinquenta por cento) das ações de capital aberto. Os acionistas de bloco, famílias, pequenos investidores, apesar de importantes teriam menos influencia, pois sua participação geralmente não vai além de 20% (vinte por cento) e muitos deles são investidores passivos (McConnell, 1990).

No Brasil, o debate em torno da governança corporativa se intensificou bastante na última década, na medida em que as relações entre acionistas e administradores e entre acionistas majoritários e minoritários estão mudando com a

reestruturação societária provocada pelas privatizações e a entrada de novos sócios nas empresas do setor privado principalmente, estrangeiros e investidores institucionais.

Mesmo quando não existe um acionista majoritário, o maior acionista possui uma parcela significativa do capital votante. A empresa é controlada, na média, por seus três maiores acionistas. Também se nota uma diferença razoável entre o percentual de votos e de capital total nas mãos dos grandes acionistas. Esse mecanismo parece ser usado pelos acionistas majoritários para manter o controle da empresa sem possuir 50% do capital total.

A maior parte das empresas é controlada por grupos familiares, em seguida por investidores estrangeiros, e, em menor porte, por investidores institucionais e pelo governo. Na média, os acordos de acionistas estão presentes em 23% das empresas brasileiras. A maior parte das empresas possuem estrutura de pirâmide, sendo que esta tende a ser menos utilizada em empresas estatais e mais utilizada em empresas familiares e estrangeiras. A emissão de ações preferenciais é comum no Brasil, sendo que as ações ordinárias representam, na média, 53% do capital total das companhias. O percentual de ações ordinárias no capital total é menor nas empresas controladas por famílias e investidores institucionais, sendo que as empresas estatais são as que mais possuem ações ordinárias em relação ao capital total.

As empresas controladas por famílias – dominantes no mercado brasileiro – demoraram até conseguir um alto padrão de governança: “A partir de problemas enfrentados pelo mercado acionário foram se desenvolvendo mecanismos de proteção aos acionistas. Semelhante ao mercado imobiliário: quando se compra uma casa ou um terreno, são estabelecidos claramente os direitos do comprador, as

dimensões de sua propriedade. No mercado de ações deve haver este tipo de proteção” (Morck,2004).

3.9 Aspectos Adicionais da Governança Corporativa no Brasil

Dos anos 30 aos anos 80, registra Siffert Filho (1998),:

“o crescimento da economia brasileira esteve apoiado no tripé capital privado nacional familiar, estatal, estrangeiro. O primeiro, concentrando-se em áreas agrícola, bancária, comercial e indústria “leve”; o segundo, em infra-estrutura e insumos básicos; e o último, centrado em bens de consumo com maior conteúdo tecnológico. Um marco importante na regulação do mercado de capitais, seria introduzido pela Lei 6.404/76, a primeira Lei das S.A., com a criação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), com o objetivo de fiscalizar, regulamentar e desenvolver aquele mercado”.

Após uma década marcada por instabilidade monetária e baixo crescimento, nos anos 80, o início dos anos 90 passaria a apresentar novos cenários com a maior abertura comercial, o processo da quebra de fronteiras nacionais e o redesenho da atuação estatal, com o Plano Nacional de Desenvolvimento, gerido pelo BNDES, movimentado US\$ 105,5 bilhões de 1991 a 2003 (BNDES, 2004).

Tal programa, instituído pelo governo brasileiro a partir de 1990, valendo-se do Fundo Nacional de Desestatização, desencadeou um processo de privatização da máquina estatal especialmente a nível federal e estadual, que se mostrou um verdadeiro divisor de águas no que se refere à configuração empresarial do Brasil, influenciado ainda pelo movimento da quebra de fronteiras que alcançou a economia de diversos países (BNDES, 2004). Assim, impulsionadas pela abertura financeira,

mudanças na legislação e mudanças de estratégia de endividamento, as empresas brasileiras passam a adotar diferenciadas estruturas de propriedade e controle.

O antigo regime industrial do País no que diz respeito, à presença do estado-empresário, já detinha características do modelo stakeholder, que foram sendo redefinidas com a privatização de alguns segmentos e um maior foco na rentabilidade, visando a atrair potenciais interessados. O papel da Petrobrás na formação da indústria de bens de capital, da Companhia Vale do Rio Doce (CVRD), como fomentadora do desenvolvimento regional, e de práticas como a estabilidade de funcionário das estatais, por exemplo, caracterizariam este enquadramento (Lethbridge, 1997).

Em estudos realizados anteriormente levando-se em conta o duplo papel do investidor institucional como influenciador da Governança Corporativa e Gestor de Carteira, observou-se que com relação ao desempenho das ações em função da participação de investidores institucionais no seu capital, concluiu-se que não há relação direta entre o grau de participação dos investidores institucionais no capital votante das empresas e, o desempenho de suas ações no mercado de capital, ou seja, os investidores institucionais, através de suas participações relevantes em empresas negociadas nas bolsas de valores brasileiras, e, exercendo seus direitos de “*governance*” não interferem na valorização dessas empresas no mercado.

Já na análise do desempenho dos investidores institucionais como gestores de carteira, constatou-se que todos investidores institucionais tiveram um desempenho acima do custo de oportunidade de capital ao longo de todo o período de sua permanência. (Cia,Guarita,Cia, 2003)

Com as mudanças decorrentes dos processos de abertura, privatização e estabilização implementadas pelos governos brasileiros, a partir da década de 90,

foram redefinidas as condições concorrencias. Notou-se um rearranjo do mercado que possibilitou a identificação de iniciativas como a publicação de balanços sociais, participação de funcionários na gestão de empresas e proximidade das comunidades, conceitos do modelo *stakeholder* de governança corporativa (Lethbridge, 1997 e Siffert Filho, 1998).

3.10 Aspectos Adicionais da Governança Corporativa na América Latina

O G7, grupo das nações mais ricas do mundo considera a governança corporativa o mais novo pilar da arquitetura econômica global.

A **OCDE** (Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico) desenvolveu uma lista de Princípios de Governança Corporativa e promove periodicamente, em diversos países, mesas de discussão e avaliação do desenvolvimento da governança. Também lançou, junto com o Banco Mundial, em setembro de 1999, o “**Global Corporate Governance Fórum**”, com o objetivo de dar abrangência, importância e visibilidade mundial ao tema.

Banco Mundial e **FMI** consideram a adoção de boas práticas de governança corporativa como parte da recuperação dos mercados mundiais, abatidos por sucessivas crises em seus mercados de capitais. Praticamente em todos os países surgiram instituições dedicadas a promover debates em torno da governança corporativa (BNDES, 2004)

McKinsey & Co.,(2000) em parceria com o Banco Mundial conduziu uma pesquisa -“Investors Opinion Survey”- junto a investidores, representando um total de carteira superior a US\$ 1.650 bilhões, destinada a detectar e medir eventuais

acréscimos de valor às companhias que adotassem boas práticas de governança corporativa. Apurou-se que os investidores pagariam entre 18% e 28% a mais por ações de empresas que adotam melhores práticas de administração e transparência.

Algumas outras das conclusões dessa pesquisa:

- os direitos dos acionistas foram classificados como a questão mais importante de governança corporativa da América Latina;
- três quartos dos investidores dizem que as práticas do conselho de administração são pelo menos tão importantes quanto a performance financeira quando estão avaliando companhias para investimentos. Na América Latina, quase metade dos respondentes considera que as práticas de conselho de administração são mais importantes que a performance financeira;
- na América Latina e na Ásia, onde os relatórios financeiros são limitados e freqüentemente de má qualidade, os investidores preferem não confiar apenas em números. Eles acreditam que seus investimentos estarão mais bem protegidos por companhias com boa governança que respeitem direitos dos acionistas;
- a qualidade da administração da companhia, não raro, é mais importante do que questões financeiras nas decisões sobre investimentos.

Dessa forma então, a construção de cada critério e evolução da Governança Corporativa esta sempre ligada aos meios e as formas de cultura social e econômico-financeiro de cada país /região.

4. ESTUDO DE CASO : EMPRESA DE TECELAGEM

4.1 A Empresa

4.2 Historia – Sinopse

A história da Cedro confunde-se e integra a própria a história da industrialização do Estado de Minas Gerais, uma vez que a primeira fábrica da Empresa foi fundada em 12 de agosto de 1872, em Tabuleiro Grande, interior de Minas Gerais, contando hoje com 133 anos ininterruptos de atividade. Foi a iniciativa visionária de três irmãos que, usando todos os meios de transporte da época – estradas de ferro, lombos de burro e carros de boi – transportaram 50 toneladas de equipamentos, importados dos Estados Unidos, para o interior do Estado de Minas Gerais, num percurso que levou dois meses para ser concluído.

4.3 O Negócio

O parque têxtil da empresa produz mais de 150 milhões de metros quadrados de tecidos por ano em suas unidades localizadas em Minas Gerais, nas cidades de Sete Lagoas, Caetanópolis e Pirapora.

A Empresa dispõe de escritórios regionais em 10 estados brasileiros: Minas Gerais, São Paulo, Rio de Janeiro, Espírito Santo, Bahia, Goiás, Pernambuco, Ceará, Santa Catarina e Paraná, além de escritórios em Genebra, na Suíça e representações comerciais na Europa, Ásia, Américas do Norte, Central e do Sul.

Para assegurar a qualidade dos produtos, a excelência no atendimento e a

expansão permanente do seu parque fabril, a Empresa mantém uma política fundamentada em tradição, grande versatilidade tecnologia adequada. Duas Centrais de Distribuição totalmente informatizadas, localizadas em Contagem e em Pirapora, Minas Gerais, garantem a excelência no atendimento ao cliente e a entrega dos produtos, no menor prazo, em qualquer parte do país ou do exterior.

A Empresa possui o SAC – Serviço de Atendimento ao Cliente – que oferece, em tempo real, informações financeiras, previsões de entregas de produtos, além de gerar uma pesquisa permanente de grau de satisfação.

4.4 Aspectos gerais da Empresa

A Cedro tem a sua base de gerenciamento na capital mineira, Belo Horizonte – Minas Gerais, tendo sido, no Brasil e no mundo, a ultrapassar 133 anos de existência, funcionando, ininterruptamente, desde 1872.

Atualmente mantém varias unidades fabris dentro do estado, cinco ao todo e, segundo o ranking brasileiro e estadual o 2º. Lugar das maiores empresas do setor. Produz atualmente em seu parque fabril 3 linhas de produtos, composta por: os demins, os brins e as telas que integram um mix de mais de 60 produtos, tanto na linha Moda, quanto na linha Profissional, todos atestados pela ISO 9001/Versão 2000.

4.5 Cenários e Tendências

A expectativa gerada pelo fim do Acordo de Têxteis e Vestuários (ATV) marcou o ano de 2004. O fim das cotas de importação, que vigoraram por mais de cinquenta anos, sem restrições e salvaguardadas, é controverso, principalmente, por favorecer países – como a China e a Índia -, onde vantagens locais, como a mão de obra barata e subsídios governamentais, incentivam a produção em grandes escalas.

Estudos realizados pela ABIT – Associação Brasileira das Industrias Têxteis – indicam, no entanto, que a industria brasileira poderá não vir a sofrer fortes impactos, uma vez que, cerca de 93% do que é produzido no país é destinado ao próprio consumo interno, além de haver uma distancia natural dos grandes produtores do setor que, hoje, se localizam na Ásia. Além disso, essa abertura poderá até se constituir em uma boa oportunidade de elevação das exportações do setor para aqueles que se posicionarem competitivamente nesse mercado sem fronteiras.

O setor encerrou o ano com uma participação de US\$ 23 bilhões, como o segundo maior segmento gerador de postos de trabalho, com a criação de mais de 80 mil empregos, ficando a frente de industrias tradicionais como a química e a metalúrgica. Nos últimos anos o Brasil se destacou no cenário mundial como produtor de algodão, chegando ao quinto lugar no ranking de produção, atrás apenas da China, USA, Paquistão e Índia.

4.6 A CEDRO CACHOEIRA e os *STAKEHOLDERS*

Clarkson (1994) legitima, define e classifica *stakeholders* a partir do risco envolvido. Assim:

“ *stakeholders* voluntário é aquele que incorre em algum risco por ter investido alguma forma de capital, humano ou financeiro, algum tipo de valor na empresa. Os *stakeholders* involuntários são aqueles que estão sujeitos a riscos resultantes da ação das empresas”.

Nessa conceituação, as relações entre os *stakeholders* e as organizações envolvem o sentido da perda ou de um risco associado. Clarkson (1995) refina mais o conceito, considerando *stakeholders*:

“as pessoas ou grupos que têm ou reivindicam propriedade, direito ou interesse em uma corporação e em suas atividades passadas, presentes e futuras. Tais reivindicações, direitos, ou interesses são resultado de transações ou ter ações com a corporação e pode ser legal, moral, individual ou coletiva.”

Considerando tais definições e classificação, a Cedro e Cachoeira detém o envolvimento dos *stakeholders* voluntários através de seus acionistas e de seus funcionários, que justificam esta classificação pelo seu envolvimento financeiro (ações) e em sua participação social efetiva (capital humano). Por outro lado, como involuntários teremos toda a sorte de investidores que por uma razão ou outra reivindicam direitos ou interesses sobre a atividade da empresa; seriam o Governo (Municipal, Estadual e Federal), Fornecedores (de insumos ou serviços), Clientes (internos e externos) e demais instituições (Bancos, Seguradoras) que participam e incorrem em risco diuturnamente.

4.7 Perfil corporativo de Governança

A empresa faz parte do Nível 1 de Governança Corporativa da BOVESPA, desde outubro de 2003. Foi uma das primeiras empresas privadas brasileiras a ter ações negociadas em Bolsas de Valores e é a única indústria do setor têxtil, no seu segmento, a participar de níveis diferenciados de governança.

A empresa se compõe em sua área de governança com a seguinte estrutura:

- CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO
- DIRETORIA
- GERENCIA DE RELAÇÕES COM INVESTIDORES

O perfil corporativo da empresa foi reforçado em 2004 por uma estratégia de intensificação das relações com investidores, reafirmando a política de transparência (*disclosure*) da companhia.

Foi criada a Gerencia de Relações com Investidores, que promove um estreito relacionamento com seus acionistas e, promove diversos encontros com o mercado financeiro (Apimec's), além de divulgar resultados trimestrais, realizar teleconferências e promover intercâmbio de informações entre os *stakeholders*.

Outra política adotada foi à abertura para a visitação de suas unidades fabris para investidores e analistas de diversas partes do país, com apresentação do processo industrial da companhia e de seus projetos de responsabilidade social.

Ferramentas ou formas de comunicação com os Investidores; foram adotadas como site RI (Relações com Investidores) e "release" (informativos) trimestrais foram criadas para ratificar o compromisso com a transparência e acesso à informação.

O Conselho de Administração vem desenvolvendo programa corporativo contínuo abrangendo desde a formação e treinamento de futuros acionistas, criação de comitês de auditoria e de remuneração e de avaliação da administração, até a de visitas dos conselheiros a clientes. Faz parte permanente da agenda do Conselho, a discussão do Código do IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa -, para que a empresa se mantenha sempre alinhada às mais modernas práticas de governança.

Foram implementadas pelo Grupo de Responsabilidade Social, em 2004, a reavaliação e a formalização dos Valores da Empresa e elaborada a proposta para o Código de Conduta da empresa, que passa por processo de validação, aberto à participação de todos os colaboradores. Foi também aprovada a contratação de consultoria especializada para assessorar um estudo de viabilidade da implantação de um plano de previdência privada aberta para os colaboradores.

No que se refere ao seu relacionamento e visão, a Cedro e Cachoeira mantém sempre uma relação tradicionalista com todos os *stakeholders* envolvidos em seu dia a dia e na construção e manutenção de seu negócio.

Tratando-se de uma empresa centenária e conhecida por todo o mercado nacional e por alguns mercados externos, a empresa mantém um contato com seus fornecedores altamente profissional, buscando desde a sua operação de compras até a sua operação de venda, envolver todos os fornecedores em uma cadeia de logística integrada, porém salvaguardando sempre seus interesses e buscando alcançar seus objetivos.

Buscando melhorar seu desempenho a empresa hoje reúne um número de fornecedores de várias esferas que possibilitam o acompanhamento e desenvolvimento da empresa na sua trajetória de Governança Corporativa.

A fim de alcançar melhores resultados a empresa se empenha sobre maneira no seu processo de compras, que, apesar de se tratar de uma commodities e, portanto ter seu preço regulado pela Bolsa de Chicago, USA, consegue dentro de sua política de negociações obter algum resultado positivo.

A tabela 4, apresenta a trajetória dos preços de compra praticados pela Cedro, a confecção deste gráfico considera o valor contábil de compras dividido pela quantidade consumida de algodão durante cada ano, apresentando assim o preço médio praticado em cada período e conseqüentemente a evolução deste preço ano a ano e sua variação monetária. Apresenta também os valores apurados do PIB, com sua variação, a inflação apurada durante o período, com sua variação, e por fim a cotação do dólar no período com sua variação em relação ao real (CONJUNTURA ECONOMICA)2005

Tabela 4:

		CUSTO MATERIA PRIMA				
ANO	1999	2000	2001	2002	2003	2004
COMPRAS	134.411,00	162.399,00	168.779,00	224.698,00	256.053,00	318.211,00
QUANT./TON	36000	36000	36000	44000	44000	44000
PREÇO/TON	3,73	4,51	4,69	5,11	5,82	7,23
VARIAÇÃO		20,82%	3,93%	8,93%	13,95%	24,28%
PIB	-31,9	12,23	15,21	-10,01	7,39	22,6
VARIAÇÃO		138,34%	24,37%	-165,81%	173,83%	205,82%
INFLAÇÃO	9,12	6,21	7,94	12,18	8,93	6,27
VARIAÇÃO		-31,91%	27,86%	53,40%	-26,68%	-29,79%
COT.DOLAR	1,8147	1,8302	2,3504	2,9212	2,9253	2,7182
VARIAÇÃO		0,85%	28,42%	24,29%	0,14%	-7,08%

Fonte: Tabela elaborada pelo autor.

O preço mundial do algodão sofreu forte pressão a partir do final do ano de 2002, quando a China praticamente comprou, em 2003, toda a produção mundial, elevando assim o preço desta commodities de janeiro de 2003 ate agosto de 2004, onde a partir de então se verifica queda dos preços. Porém beneficiada pela retração do preço do dólar (médio) no período, a empresa consegue manter o

mesmo patamar de custos de seus produtos vendidos (CPV) que se mantém em torno de 47%. Observando-se as conseqüências dos preços praticados no principal período em análise, 2003/2004, vemos claramente o aumento sobre os insumos e, principalmente sobre o algodão, da ordem de 24,57%, não apresentando assim em seu primeiro ano da adoção da governança corporativa benefícios como a queda de preço de seus insumos.

Por outro lado, a empresa também em suas negociações consegue recuperar a extensão de seus prazos de pagamentos, que originariamente, neste mercado é de 8 dias, beneficiando-se também desta forte variável.

A tabela 5 demonstra a recuperação dos prazos de pagamento, evidenciado a diminuição de prazo no período de 1999 para 2000, conseqüências das mudanças cambiais e posteriormente destaca a recuperação de prazo de 2003 para 2004, demonstrando claramente a pressão sofrida pela compra avultada de algodão da China, fazendo que em função desta demanda os prazos diminuíssem.

Tabela 5:

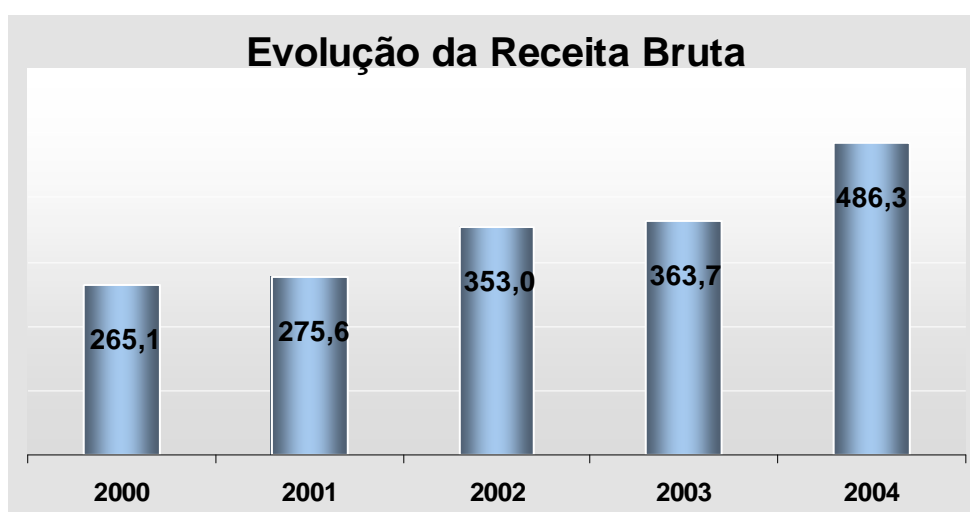
PRAZO MEDIO DE PAGAMENTO						
	1999	2000	2001	2002	2003	2004
FORNECEDORES	4.972,00	3.915,00	7.390,00	10.234,00	7.962,00	14.667,00
COMPRAS TOT	134.411,00	162.399,00	168.779,00	224.698,00	256.053,00	318.211,00
PMP=> DIAS	13	9	16	16	11	17

Fonte: Tabela elaborada pelo autor.

4.8 Desempenho Financeiro

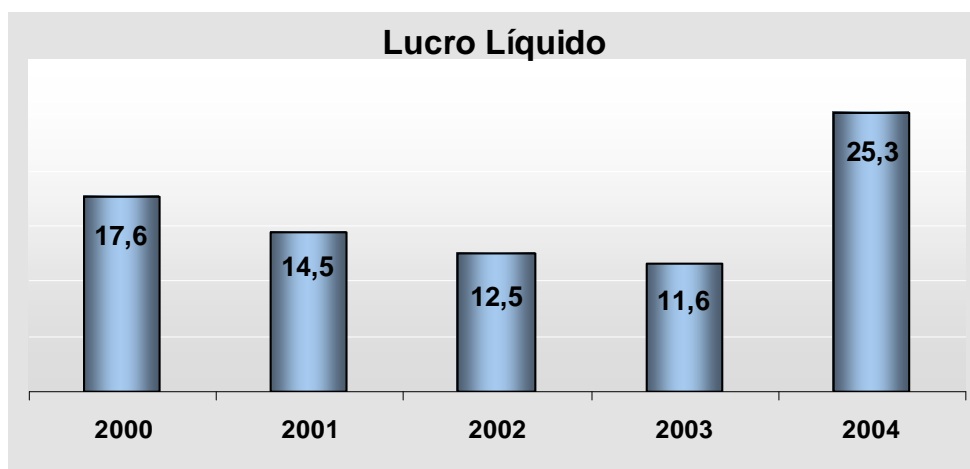
Conforme o gráfico 2 e gráfico 3, a Cedro encerrou o exercício financeiro de 2004 com um faturamento bruto consolidado de R\$ 486,3 milhões, superior em 33% a 2003 e um lucro líquido de R\$ 25,3 milhões, maior 117,4% que o ano anterior, correspondendo a uma rentabilidade de 14,2% sobre o Patrimônio Líquido.

Gráfico 2 :



Fonte: Depto. RI da Empresa.

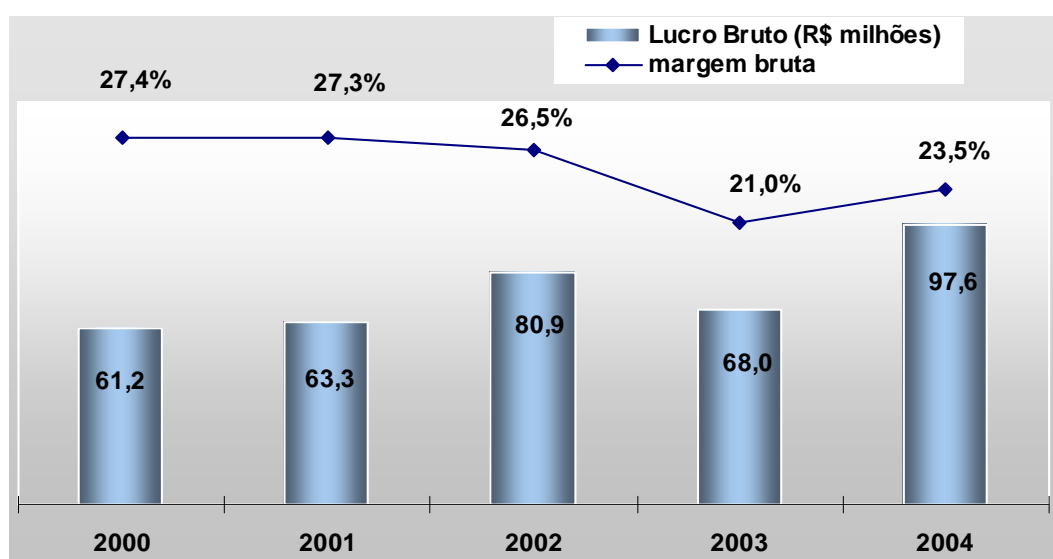
Gráfico 3:



Ebitda (Earning before interest taxes depreciation and amortization)

O ano de 2004 foi marcado por um grande crescimento do resultado operacional (demonstrando a capacidade produtiva da empresa) e do Ebitda (lucro antes dos juros, impostos, depreciação e amortização) que atingiu R\$ 63,3 milhões, superando em 53,3% ao ano anterior.

Gráfico 4:



Fonte: Depto. RI da Empresa.

O gráfico 4, apresenta a relação entre o lucro bruto apurado e a margem bruta apurada.

Durante o ano de 2004 foi mantida a estratégia de hedge cambial visando proteger parte de sua dívida em moeda estrangeira; o excelente desempenho operacional, como dito anteriormente, foi o fator primordial para a alavancagem da geração de caixa consolidado, proporcionando a elevação do Ebitda e a redução do endividamento para uma posição de Dívida Líquida/Ebitda de 1,4 contra 2,6 do período anterior.

Já no que se refere a financiamentos da produção por terceiros, via instituições financeiras, a Cedro e Cachoeira não obteve melhores taxas em função

da governança corporativa adotada, tendo como resultado positivo da adoção, o aumento de seus limites de crédito nas linhas com as quais opera no mercado financeiro.(Entrevista Depto. Contábil) 2005.

Volume de Vendas

Gráfico 5:

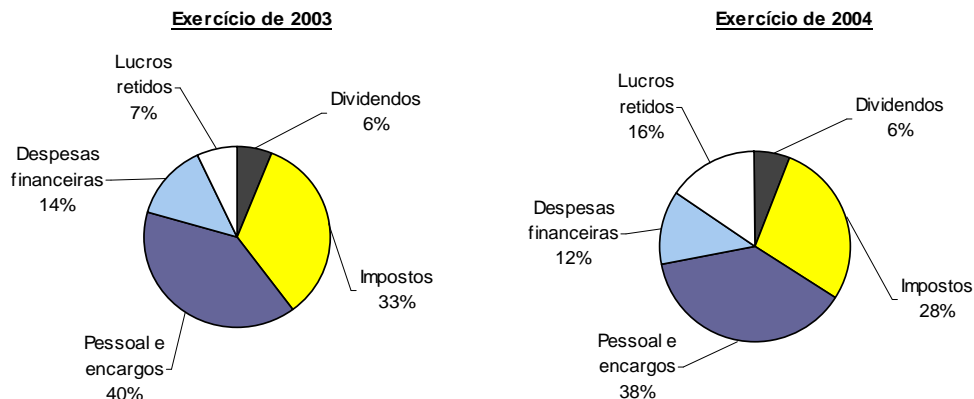


Fonte: Depto. RI da Empresa.

Com referencia a este tópico, a pesquisa se torna prejudicada, pois tratam-se de dados considerados confidenciais para a empresa (como: preço e quantidade produzida) e, apenas obteve-se aqueles que são de conhecimento na publicação de relatórios anuais (Gráfico 5), os quais apresentaram melhora em termos de receita de vendas.

Foi alcançado no exercício de 2004 o valor positivo de R\$ 2,3 milhões de EVA (Economic Value Added).

Gráfico 6:



Fonte: Depto. RI da Empresa.

Em seu último exercício (2004), a Cedro e Cachoeira investiu R\$ 20,5 milhões, principalmente em equipamentos e softwares, visando o aumento da produção e à flexibilização da produção, além da melhoria da qualidade. Nos últimos cinco anos, foram investidos R\$ 141,7 milhões, 63% a mais que a depreciação do período.

O total de dividendos distribuídos, em 2004, foi de R\$ 7,3 milhões, correspondendo a R\$ 4,10 por lote de mil ações, pagos nos meses de abril, julho, outubro de 2004 e janeiro de 2005.

A empresa assegura, conforme a legislação societária brasileira e ao seu estatuto o dividendo mínimo de 25% (vinte e cinco por cento) do lucro líquido do exercício, após ajustes legais. O pagamento dos dividendos adota uma série temporal trimestral.

FLUXO DE PAGAMENTOS DE DIVIDENDOS: (EM MM)						
MÊS/ANO	1999**	2000	2001	2002	2003	2004
ABR		893,00	1.160,00	1.517,00		893,00
MAI					892,00	
JUL	1.795,00	1.786,00	1.249,00	982,00		1.785,00
AGO					1.160,00	
OUT	1.075,00	2.144,00	1.517,00	1.338,00	1.784,00	2.141,00
JAN	1.786,00	1.786,00	2.142,00	2.142,00	1.785,00	2.498,00
TOTAL	4.656,00	6.609,00	6.068,00	5.979,00	5.621,00	7.317,00
L.LIQ.AJUSTADO*	1.786,00	16.595,00	13.711,00	11.221,00	10.383,00	22.805,00
DIV LOTE 1000	2,60	3,70	3,40	3,35	3,15	4,10
NRO. AÇÕES	1.786.180	1.786.180	1.786.180	1.786.180	1.786.180	1.786.180
PERC.	260,69%	39,83%	44,26%	53,28%	54,14%	32,09%
COT.MED.AÇÃO	42,11	49,52	50,59	50,01	50,18	56,84
RET. S/ AÇÃO	6,17%	7,47%	6,72%	6,70%	6,28%	7,21%

* Após constituição de reserva Legal e de Desenvolvimento

** Utilizada parte de reserva legal em 390 M modificando o LL real de 1396

Fonte: Relatórios anuais – elaborado pelo autor

Gestão

A Cedro, após a adoção das práticas de governança corporativa, conforme o Código de Governança do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa e o seu enquadramento dentro das exigências da Cartilha de Governança Corporativa da Comissão de Valores Mobiliários, lançada em junho de 2002, passa a promover e a observar com maior ênfase a tríade do sistema de governança. Em comparação aos modelos de governança corporativa existentes pelo mundo afora, a Cedro e Cachoeira adota o sistema shareholder, e caracteriza-se segundo Rabelo (1998), pois apresenta um controle interno/debity onde um grupo de acionistas deteria a maior parte ou a totalidade das ações, o controle, e como consequência, se teria

uma baixa liquidez de suas ações; a primeira vista, porém, como diversas outras empresas brasileiras, tem suas raízes oriundas de um cunho familiar-patriarcal e, assim se mantém e procura se adaptar as normas da governança corporativa.

O nível de profissionalização exigido de seus colaboradores passa a ser uma constante que vem ressaltar e dar maior credibilidade às práticas e informações divulgadas para o mercado.

5 . MODELO ADOTADO DE MENSURAÇÃO

O modelo adotado para fins de apuração dos resultados é proveniente do estudo empírico, demonstrado por Silveira, Barros e Fama, (2003), intitulado “ESTRUTURA DE GOVERNANÇA E DESEMPENHO FINANCEIRO NAS COMPANHIAS ABERTAS BRASILEIRAS”, onde se tem como base a tentativa da comprovação da hipótese de que a governança corporativa visa a aumentar a probabilidade dos fornecedores de recursos garantirem para si o retorno sobre seu investimento, por meio de um conjunto de mecanismos no qual se inclui o Conselho de Administração.

5.1 – Tratamentos dos dados

Os dados para análise foram coletados dos balanços, demonstrativos de resultado e dos relatórios anuais publicados pela empresa; também foram coletados dados junto a Bolsa de Valores de Minas Gerais, Espírito Santo e Bahia e, junto a

Bovespa. Inicialmente foi feita uma reclassificação dos dados contábeis pelo modelo de análise dinâmica, conhecido como “Modelo Fleuriet“, método este utilizado para análise, orçamento e planejamento financeiro de empresas brasileiras (Brasil;Brasil)2001, (Fleuriet; Kehdy; Blane.)2003.

Reclassificação de Contas - R\$ Mil						
Período	Dez-99	Dez-00	Dez-01	Dez-02	Dez-03	Dez-04
ATIVO	225.002	267.931	297.100	367.103	367.625	344.771
Ativos Erráticos Financeiros de CP	18.549	29.783	38.720	50.463	50.450	13.450
Disponibilidades	11.673	26.251	4.358	1.744	11.322	3.629
Aplicações Financeiras			31.504	46.019	36.251	9.081
Títulos a Receber	6.876	3.532	2.858	2.700	2.877	740
Ativos Erráticos Não Financeiros de CP	0	0	0	0	0	0
Dividendos a Receber	0	0	0	0		
Ativos Operacionais de CP	62.632	78.919	96.583	139.081	120.533	131.708
Contas a Receber de Clientes	21.163	23.763	36.909	41.564	33.532	44.688
Estoques	38.478	52.719	57.309	89.766	81.620	78.917
Outros Ativos	2.991	2.437	2.365	7.751	5.381	8.103
Ativos Operacionais de LP	19.370	13.923	1.187	1.346	14.909	24.013
Títulos a receber			425	0	0	366
ICMS a recuperar	19.370	13.923	762	1.346	14.909	23.647
Ativos Financeiros de LP	0	0	0	0	0	0
Outros Ativos de LP	1.887	1.725	6.674	7.862	10.408	5.725
Depositos Judiciais	1.887	1.725	1.696	1.544	2.759	5.725
Imposto de Renda Diferido			4.757	4.667	4.119	
Bens Destinados à Venda			87	1.567	2.069	
Outros			134	84	1.461	
Ativos Permanentes	122.564	143.581	153.936	168.351	171.325	169.875
Imobilizado	115.463	138.571	149.101	164.603	168.176	167.493
Investimento	2.132	612	1.107	706	795	598
Diferido	4.969	4.398	3.728	3.042	2.354	1.784

Reclassificação de Contas - R\$ Mil						
Período	Dez-99	Dez-00	Dez-01	Dez-02	Dez-03	Dez-04
PASSIVO + PL	225.002	267.931	297.100	367.103	367.625	344.771
Passivos Erráticos Financeiros de CP	36.378	46.288	64.472	107.028	87.535	62.753
Financiamentos	36.378	46.288	63.183	102.592	87.535	62.753
Debêntures			1.289	4.436	0	
Passivos Erráticos Não Financeiros de CP	1.786	1.786	2.607	2.607	2.044	2.879
Dividendos Propostos	1.786	1.786	2.607	2.607	2.044	2.879
Passivos Operacionais de CP	14.776	15.965	22.704	26.184	26.352	34.172
Adiantamentos Recebidos			1.972	1.629	0	
Fornecedores e Contas a Pagar	4.972	3.915	5.418	8.605	7.962	14.667
Salários e Obrigações Sociais	3.606	3.499	3.814	3.717	4.980	6.088
Impostos e Contribuições	1.175	674	1.076	1.022	1.521	1.361
Comissões a Pagar			1.856	3.248	2.437	12.056
Outros	5.023	7.877	8.568	7.963	9.452	
Passivos Operacionais de LP	1.715	383	53	8	1.489	8.414
Imposto Diferido	1.715	383	53	8	1.489	8.414
Passivos Financeiros de LP	28.194	52.058	46.671	62.480	68.715	39.876
Financiamentos	21.559	42.858	37.501	56.210	60.809	31.500
Debentures	6.635	9.200	9.170	6.270	7.906	8.376
Outros Passivos de LP	0	0	0	0	5.365	0
Provisão para Riscos Contingentes					5.365	
Outras						
Patrimônio Líquido	142.153	151.451	160.593	168.796	176.125	196.677
Capital Social	97.600	97.600	97.600	97.600	97.600	97.600
Reserva de Capital			2.298	2.416	2.463	2.463
Ações em Tesouraria			-80	-85	-85	-85
Reserva de Lucro	30.881	41.792	48.203	54.763	60.790	60.751
Lucros e Prejuízos Acumulados						25.367
Res. Exercícios Futuros	0	3.022	3.098	3.098	3.104	3.104
Participação de Minoritários	13.672	9.037	9.474	11.004	12.253	14.794
Dividendo Declarado						-7.317

De posse destes dados re-classificados, referentes aos anos de 1999 a 2004, utilizou-se do modelo publicado por Silveira, Barros e Fama (2003), objetivando a comprovação da melhora da performance da empresa, após a adoção das práticas da Governança Corporativa. Todos os valores utilizados foram os de face publicados pela empresa para conhecimento público.

Adotando o modelo de avaliação de desempenho financeiro (com relação ao número de conselheiros teremos):

$$\text{INDEP} = (\text{EXT/TOT}) - (\text{INT/TOT})$$

Onde:

INDEP – Grau de independência do Conselho de Administração

TOT – Total de membros do conselho

EXT – número de membros não executivos da empresa (externos) no conselho

INT – número de membros executivos da empresa (internos) no conselho

Obtém-se:

$INDEP = (11/13) - (2/13) = 0,69231$ ou 69,0% de independência.

ANO:	CONS EXT	CONS INT	TOT COMP CONS	IND AUTONOMIA CONSELHO
1999	10	3	13	0,538461538
2000	10	3	13	0,538461538
2001	11	2	13	0,692307692
2002	10	2	12	0,666666667
2003	11	2	13	0,692307692
2004	11	2	13	0,692307692

Fonte: elaborada pelo autor

Considerando a necessidade da comprovação da hipótese, sobre seu relacionamento e melhora de desempenho, podemos adotar as seguintes variáveis, dependentes de desempenho financeiro, que nos permitirão uma visão clara dos resultados da adoção das políticas de governança corporativa; porém vale ressaltar e frisar que, como mencionamos no início deste estudo, não é só adoção das práticas de governança que farão os resultados aparecerem, mas necessita-se de um negócio viável e eficaz para que coligadas apresentem bons resultados.

5.2 Variáveis dependentes de desempenho financeiro:

$RSAPR = \frac{\text{Lucro Operacional próprio}}{\text{Ativo Total}}$ => é o retorno sobre o ativo do lucro op. próprio

ANTES:

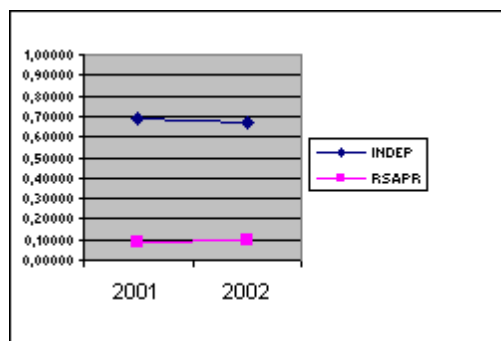
INDEP/RSAPR

ANO	INDEP	RSAPR
2001	0,69231	0,08858
2002	0,66667	0,09442
Média	67,95%	9,15%
Desv.pad	1,81%	0,4130%
Var	0,0329%	0,0017%

Retorno médio

Risco

Variância



DEPOIS:

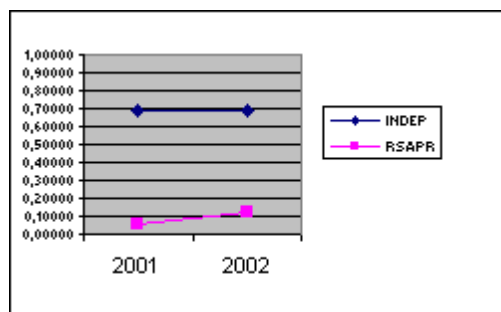
INDEP/RSAPR

ANO	INDEP	RSAPR
2003	0,69231	0,06109
2004	0,69231	0,12665
Média	69,23%	9,39%
Desv.pad	0,0000%	4,6358%
Var	0,0000%	0,2149%

Retorno médio

Risco

Variância



Nesta variável dependente, a Cedro, apresenta e confirma resultados melhores em função da maior autonomia do conselho, demonstrando isso pelo aumento do retorno médio calculado dois anos antes da sua adesão e dois anos após esta adoção. Financeiramente, também a Cedro apresenta o índice de 0,126652184 no final de 2004, contra o índice de 0,094423031 de 2002, representando assim uma melhora de 34,13% após sua adesão a governança corporativa.

RSAOP = $\frac{\text{Lucro Operacional}}{\text{Ativo Total}}$ => é o retorno sobre o ativo do lucro operacional

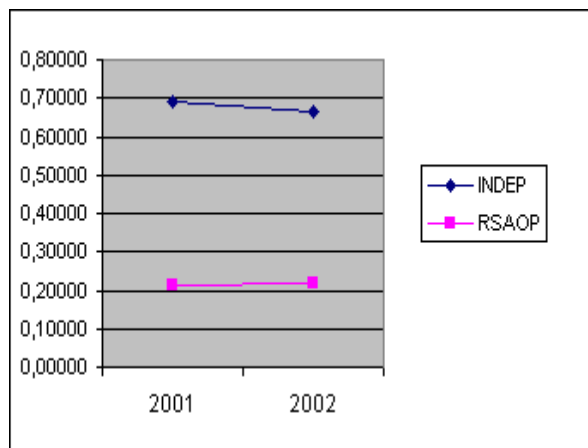
Ativo Total

ANTES:

INDEP/RSAOP

ANO	INDEP	RSAOP
2001	0,69231	0,2130
2002	0,66667	0,2203
Média	67,9489%	21,66%
Desv.pad	1,81%	0,52%
Var	0,03286%	0,0027%

Retorno médio
Risco
Variância

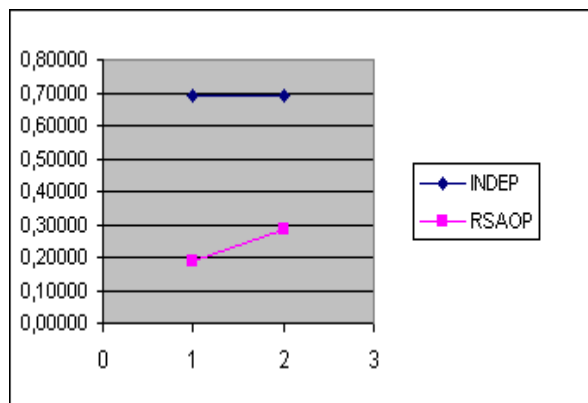


DEPOIS:

INDEP/RSAOP

ANO	INDEP	RSAOP
2003	0,69231	0,1849
2004	0,69231	0,2832
Média	69,2308%	23,40%
Desv.pad	0,00000%	6,95%
Var	0,00000%	0,4828%

Retorno médio
Risco
Variância



Nesta variável dependente, a Cedro, também apresenta melhor retorno médio com a maior independência de seu conselho de administração, comparativamente há dois anos antes e dois anos depois da adoção das práticas de governança corporativa. Por outro lado, financeiramente também o resultado apresentado, se comparado o final dos exercícios de 2002 e 2004, apresenta um aumento de 28,54%.

RSPLPR = Lucro Operacional Próprio => é o retorno sobre o patrimônio líquido do lucro

Patrimônio Líquido

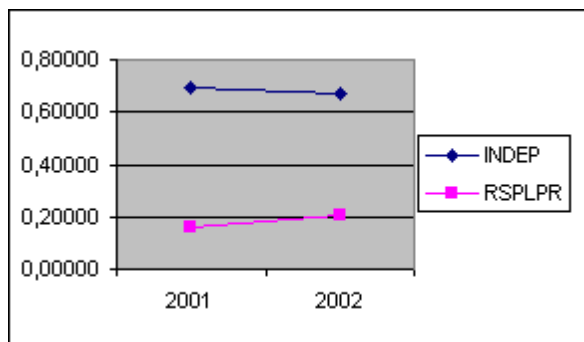
operacional próprio

ANTES:

INDEP/RSPLPR

ANO	INDEP	RSPLPR
2001	0,69231	0,1587
2002	0,66667	0,2054
Média	67,9%	18,2%
Desv.pad	1,81%	3,30%
Var	0,03286%	0,10877%

Retorno médio
Risco
Variância

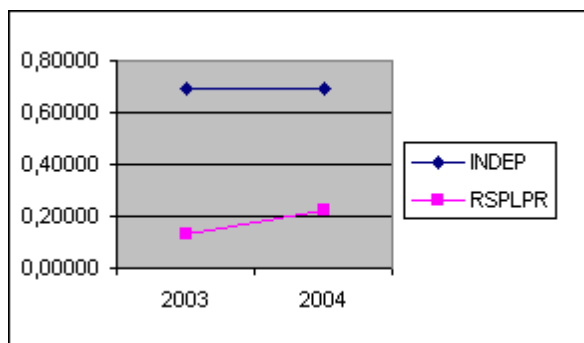


DEPOIS:

INDEP/RSPLPR

ANO	INDEP	RSPLPR
2003	0,69231	0,1275
2004	0,69231	0,2220
Média	69,2%	17,5%
Desv pad	0,00000%	6,7%
Var	0,00000%	0,4%

Retorno médio
Risco
Variância



Nesta variável dependente vale ressaltar a crise enfrentada pela empresa durante o ano de 2003, referente aos preços do algodão praticados pelo mercado, porém apesar da queda do retorno médio em 0,7% com referencia aos biênios de antes e os de depois da adoção da governança corporativa, a Cedro apresenta ganho positivo de 8,11% se comparado aos exercícios findos de 2002 e 2004.

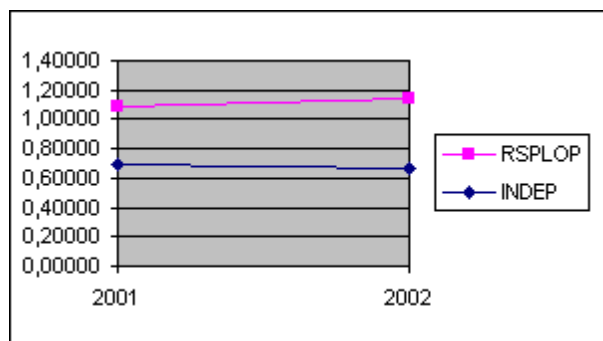
RSPLOP = $\frac{\text{Lucro Operacional}}{\text{Patrim\~{o}nio Liquido}}$ => \u00e9 retorno sobre o Patrim\u00f4nio Liquido do lucro

Patrim\u00f4nio Liquido operacional.

ANTES:

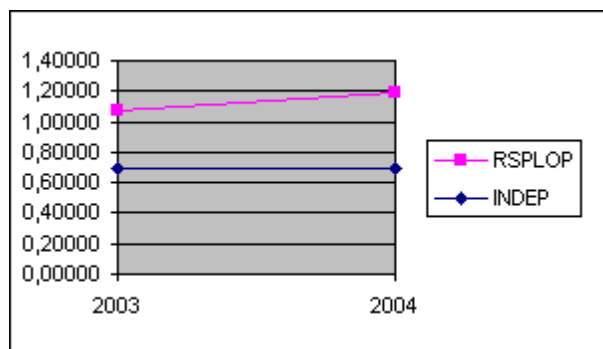
INDEP/RSPLOP		
ANO	INDEP	RSPLOP
2001	0,69231	0,3940
2002	0,66667	0,4791
M\u00e9dia	67,9489%	43,65%
Desv.pad	1,81%	6,02%
Var	0,03286%	0,36187%

Retorno m\u00e9dio
Risco
Vari\u00e2ncia



INDEP/RSPLOP		
ANO	INDEP	RSPLOP
2003	0,69231	0,3859
2004	0,69231	0,4964
M\u00e9dia	69,2308%	44,11%
Desv.pad	0,0%	7,8%
Var	0,0%	0,60995%

Retorno m\u00e9dio
Risco
Vari\u00e2ncia



Na an\u00e1lise desta vari\u00e1vel dependente, tamb\u00e9m deve-se levar em conta os efeitos da crise de 2003, que se faz refletir do retorno do final de 2002 e de 2003, onde demonstra a queda da capacidade de gera\u00e7\u00e3o de resultado de seu capital investido; por\u00e9m, j\u00e1 ap\u00f3s a ado\u00e7\u00e3o das praticas de governan\u00e7a v\u00ea-se claramente os resultados se comparados os exerc\u00edcios de 2003 e 2004 referendando ainda a proposi\u00e7\u00e3o da melhora de resultados quando h\u00e1 maior independ\u00eancia do conselho, demonstrado pelo ret\u00f4rno m\u00e9dio entre os bi\u00e9nios analisados e, por fim financeiramente um ganho acumulado no bi\u00e9nio de 3.61%.

EBITSAT = LAJIRDA => é o lucro antes dos juros, impostos, depreciação e amortizações

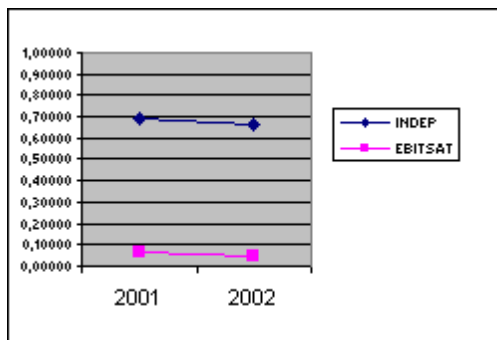
Ativo Total sobre o ativo total.

ANTES:

INDEP/EBITSAT

ANO	INDEP	EBITSAT
2001	0,69231	0,06417
2002	0,66667	0,04513
Média	67,9489%	5,4651%
Desv.pad	1,81%	1,35%
Var	0,0329%	0,0181%

Retorno médio
Risco
Variância

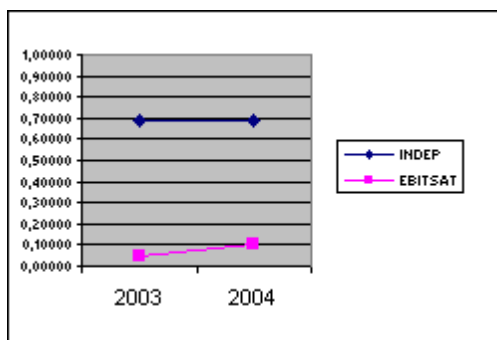


DEPOIS:

INDEP/EBITSAT

ANO	INDEP	EBITSAT
2003	0,69231	0,04499
2004	0,69231	0,09985
Média	69,2308%	7,2420%
Desv.pad	0,0000%	3,88%
Var	0,0000%	0,1505%

Retorno médio
Risco
Variância



Analisando o retôrno médio desta variável observa-se facilmente o aumento deste retorno em 32,51%, mais uma vez confirmando que maior autonomia do conselho tende a produzir melhores resultados e, curiosamente dentro do próprio gráfico elaborado, se observarmos a variável INDEP do ano de 2001, que é a mesma do biênio de 2003 e 2004, em relação a 2002, poderemos observar que com a queda do índice de independência do conselho, o resultado também decai. Financeiramente podemos observar também um aumento acumulado de 121,54%, se comparado os exercícios findos de 2002 e 2004.

DIVTSAT = Divida Total da Empresa => nível de endividamento da empresa.

Ativo Total

ANTES:

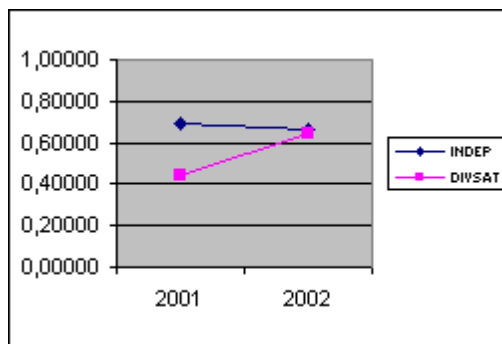
INDEP/DIVSAT

ANO	INDEP	DIVSAT
2001	0,69231	0,44113
2002	0,66667	0,64156
Média	67,9489%	54,1344%
Desv.pad	1,81%	14,17%
Var	0,0329%	2,0084%

Retorno médio

Risco

Variância



DEPOIS:

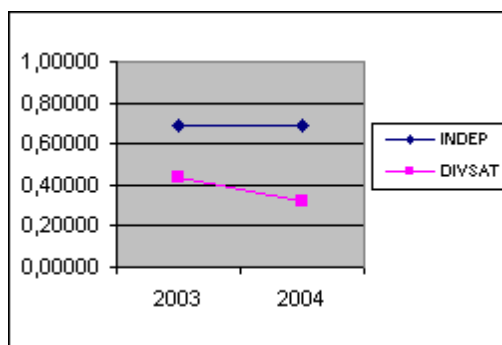
INDEP/DIVSAT

ANO	INDEP	DIVSAT
2003	0,69231	0,43553
2004	0,69231	0,32024
Média	69,2308%	37,7885%
Desv.pad	0,0000%	8,1522%
Var	0,0000%	0,6646%

Retorno médio

Risco

Variância



Considerando os retornos médios encontrados nesta variável dependente podemos considerar que pela desalavancagem efetuada pela Cedro durante os anos de 2003 e 2004, com forte liquidação do capital de terceiros e resgate de debêntures, a empresa passa a utilizar-se do investimento de seus shareholders e a demonstrar para o mercado sua capacidade financeira. Apesar de não haver como demonstrar que a independência do conselho é a responsável indireta sobre a estratégia demonstrada, talvez a título de comprovação da hipótese podemos considerar sua ingerência direta, visto, no próprio gráfico elaborado que quando seu índice de independência era menor, o seu índice de endividamento era maior.

FIRMVSAT = Firm Value* => Calcula o valor da empresa.

Ativo Total

(* trata-se de uma de uma alternativa do Q de Tobim, calculado pelo sistema de informações Economática Ltda pela equação:

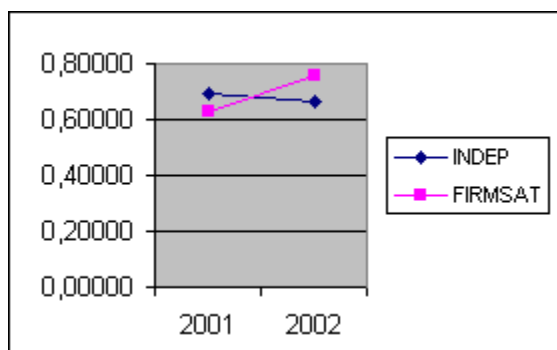
Firm Value = Vlr. Cotação x Total de ações + Debêntures CP e LP + Financiamentos CP e LP + Adiantamentos Contratos de Cambio – Disponibilidades e Investimentos de Curto Prazo).

ANTES:

INDEP/FIRMSAT

ANO	INDEP	FIRMSAT
2001	0,69231	0,63084
2002	0,66667	0,75926
Média	67,949%	69,505%
Desv.pad	1,81%	9,08%
Var	0,0%	0,82452%

Retorno médio
Risco
Variância

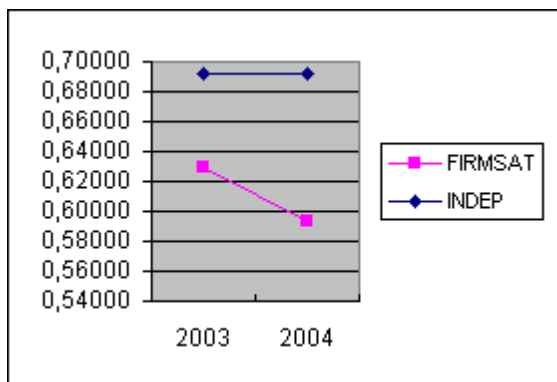


DEPOIS:

INDEP/FIRMSAT

ANO	INDEP	FIRMSAT
2003	0,69231	0,62935
2004	0,69231	0,59387
Média	69,2%	61,2%
Desv.pad	0,0%	2,5%
Var	0,0%	0,1%

Retorno médio
Risco
Variância



Nesta variável dependente, em função da liquidação de seus financiamentos via equity/externos, com a utilização de seu PL , houve queda de 13,64%.

$$LQ = 100 \times \left(\frac{p}{P} \right) \times \left(\frac{n}{N} \right) \times \left(\frac{v}{V} \right)^{0,5}$$

Onde:

LQ = índice de liquidez da ação;

p = número de dias em que houve ao menos um negócio com a ação no período analisado;

P = número total de dias no período analisado

n = número de negócios com a ação no período analisado;

N = número de negócios com todas as ações no período analisado;

v = volume em dinheiro negociado com a ação no período analisado;

V = volume em dinheiro negociado com todas as ações no período analisado.

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
p=	11	7	8	1	4	3
P=	365	365	365	365	365	365
n=	11	7	8	1	4	3
N=	246	248	246	249	249	249
v=	106.027,00	78.922,00	70.820,00	5.001,00	45.021,00	17.054,00
V=	2.720.030.000,00	4.033.220.000,00	3.452.038.000,00	2.849.911.000,00	3.601.274.000,00	5.556.128.000,00
LQ=	0,022919233	0,010291978	0,012092502	0,000439407	0,004691302	0,001743421

Fonte: Elaborada pelo autor.

Quanto aos índices encontrados nesta variável, são totalmente desprezíveis, pois as negociações com as ações na bolsa de valores são mínimas e quando acontecem são meramente dentro do tronco familiar (modelo shareholder). Apenas as ações preferenciais estão com forte concentração fora deste tronco familiar, porém agora em 2005, estão sendo negociadas, pois seu proprietário adquiriu o controle de outra empresa têxtil e conforme a nova Lei das Sas, terá que se desfazer para não caracterizar monopólio ou cartel.

Índices apurados:

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
RSAPR = $\frac{\text{LUCRO OPERACIONAL PROPRIO}}{\text{ATIVO TOTAL}}$ =	0,06617719 $\frac{14890}{225002}$	0,09783489 $\frac{26213}{267931}$	0,085789297 $\frac{25488}{297100}$	0,094423091 $\frac{34663}{367103}$	0,061094866 $\frac{22460}{367625}$	0,126652184 $\frac{43666}{344771}$
RSAOP = $\frac{\text{LUCRO OPERACIONAL}}{\text{ATIVO TOTAL}}$ =	0,223704678 $\frac{50334}{225002}$	0,22827519 $\frac{61162}{267931}$	0,212972063 $\frac{63274}{297100}$	0,220281501 $\frac{80866}{367103}$	0,184684053 $\frac{67968}{367625}$	0,283150265 $\frac{97622}{344771}$
RSPLPR = $\frac{\text{LUCRO OPERACIONAL PROPRIO}}{\text{PATRIMONIO LIQUIDO}}$ =	0,104746294 $\frac{14890}{142153}$	0,173079082 $\frac{26213}{151451}$	0,158711774 $\frac{25488}{160593}$	0,205354392 $\frac{34663}{168796}$	0,127523066 $\frac{22460}{176125}$	0,222018843 $\frac{43666}{196677}$
RSPLOP = $\frac{\text{LUCRO OPERACIONAL}}{\text{PATRIMONIO LIQUIDO}}$ =	0,354083276 $\frac{50334}{142153}$	0,403840186 $\frac{61162}{151451}$	0,394002229 $\frac{63274}{160593}$	0,479075334 $\frac{80866}{168796}$	0,385907736 $\frac{67968}{176125}$	0,496356971 $\frac{97622}{196677}$
EBITSAT = $\frac{\text{LAJIRDA}}{\text{ATIVO TOTAL}}$ =	-0,018382059 $\frac{-4136}{225002}$	0,086779805 $\frac{23251}{267931}$	0,064170313 $\frac{19065}{297100}$	0,045131748 $\frac{16568}{367103}$	0,044991499 $\frac{16540}{367625}$	0,099848885 $\frac{34425}{344771}$
DIVTSAT = $\frac{\text{DIVIDA TOTAL DA EMPRESA}}{\text{ATIVO TOTAL}}$ =	0,375610267 $\frac{89630}{238625}$	0,458160372 $\frac{103087}{225002}$	0,441333776 $\frac{118247}{267931}$	0,6415483 $\frac{190604}{297100}$	0,435531717 $\frac{159885}{367103}$	0,320241552 $\frac{110410}{344771}$
FIRMVALUE = FIRMVALUE*	120.714.039,80	166.535.633,60	169.021.846,20	225.574.861,80	231.035.512,40	204.749.471,20
FIRMSAT = $\frac{\text{FIRMVALUE}}{\text{ATIVO TOTAL}}$	0,505873399	0,740151792	0,630840949	0,759255678	0,629347928	0,593870921
INDEP = $\frac{\text{EXT TOT} - \text{INT TOT}}{\text{TOT}}$	0,538461538	0,538461538	0,692307692	0,666666667	0,692307692	0,692307692
LIQ. AÇÕES	0,022919233	0,010291978	0,012092502	0,000439407	0,004691302	0,001743421

(* trata-se de uma de uma alternativa do Q de Tobin, calculado pelo sistema de informações Economatica Ltda pela equação:

Firm Value = Cotação x Total de ações + Debêntures CP e LP + Financiamentos CP e LP + Adiantamentos Contratos de Cambio - Disponibilidades e Investimentos de Curto Prazo).

Fonte: Elaborada pelo autor

Os resultados alcançados pela Cedro demonstram importantes conquistas na gestão dos custos, da inovação, da qualidade, dos recursos humanos e do relacionamento com seus clientes.

O aquecimento da demanda interna e a conseqüente necessidade de maior produção exigiram ajustes industriais que proporcionaram à empresa recordes de produtividade, com relevante crescimento da receita bruta por empregado. (Entrevista com Depto. Contábil)2005.

No que se refere aos tratos com o seu capital humano, a partir de 2003, quando da adoção da governança corporativa a empresa passa a fazer a recuperação de salários dos colaboradores; de 2002 para 2003, 33,93% de aumento sobre o salário médio; de 2003 para 2004, 18,07% também de aumento sobre o

salário médio, perfazendo um total de 58,14% sobre o salário médio de 2002 e, que descontando a inflação do período, representa um ganho de 28,28%. (Entrevista com Depto. Contábil)2005.

6. CONCLUSÓES:

A princípio e claramente definido por todos os regulamentos, artigos e literatura pesquisados, a nosso ver seriam três as principais funções da governança corporativa:

- Estabelecer uma estrutura para os princípios de administração da empresa;
- Estabelecer controles envolvendo tanto as responsabilidades como a autoridade;
- Organizar o fluxo de informações e o acesso para o conselho de acionistas.

A maneira que se tem para avaliar ou medir as conseqüências das práticas e normas da governança Corporativa, segundo alguns artigos tem-se mostrado insignificante ao que diz respeito à reação do mercado de ações brasileiro, isto talvez porque as empresas que adotaram o Nível 1 já fossem visadas demasiadamente pelos investidores e analistas do mercado, pois de certa forma são as mesmas que estão atuando no mercado de ações por décadas; outrossim, poderíamos justificar também pela ausência de um mercado de capitais secundário desenvolvido.

Da empresa em estudo, a Cedro, podemos observar que mesmo antes da adoção das práticas da Governança Corporativa se mantinha em uma política de desenvolvimento e da procura de crescimento constante. Conforme dito na introdução deste estudo, os resultados obtidos só serão satisfatórios se aliados a práticas da governança houver um bom negocio, o que comprovadamente o parece ser, pois a empresa neste 133 anos de existência, permanecendo dentro de um sólido tronco familiar, soube atravessar épocas de crises econômicas, planos

monetários e varias atribuições do mercado, sempre procurando a sua sustentabilidade e principalmente o seu crescimento calculado.

No que tange a sua administração a empresa tem uma preocupação constante à transparência de sua gestão e a equidade no tratamento de seus *stakeholders* e de forma especial com o mercado financeiro em geral, promovendo encontros semestrais através da APIMEC, bem como promovendo a visitação de suas instalações fabris pelo mesmos, afim de que acompanhem o desenvolvimento da empresa.

No mercado de Capitais o reflexo de toda esta estratégia e de todo seu cuidado e respeito ao acionista não se reflete, pois a baixa liquidez de suas ações, devido ao fato de não haver negociações das mesmas, impede que se faça uma análise sobre este quesito.

Vale ressaltar a demanda existente para a compra de ações da empresa, principalmente demonstrada por fundos de ações como a PREVI e outros.

Também ao repassarmos todos os pensamentos e definições dos mais conhecidos e proeminentes pensadores econômicos sobre o assunto, vemos que a empresa não enfrenta alguns problemas possivelmente críticos como o da teoria de Agentes, pois sempre foi comandada e dirigida por membros da família com objetivos em comum.

Ao que se refere aos índices encontrados, podemos afirmar que a empresa apresenta resultados satisfatórios, tanto no âmbito financeiro como econômico, demonstrando uma tendência de crescimento, não acelerado, mas constante. Em alguns índices financeiros encontrados existe uma sensível piora de números, porém em seu todo, se analisarmos por indicadores de conseqüências, poderemos observar a melhora de sua solidez e de resultados (agregação de valor), podendo a

empresa vir a aumentar seu grau de alavancagem financeira em quase 65% de sua dívida atual.

Em consequência da adoção das práticas de governança corporativa Cedro passou a desenvolver no último ano de 2004 vários programas voltados para sua política social interna como também a externa.

Finalizando, acreditamos que a Cia de Fiação e Tecidos Cedro e Cachoeira S.A., demonstrou e apresenta resultados positivos de maior significância após a adoção das Normas e Práticas da Governança Corporativa; porém, em contrapartida podemos observar que devido a concentração de propriedade ser um ponto positivo para o seu controle e atendimento às normas de governança corporativa, cria um fato delimitador para seu crescimento e expansão, pois também como pratica de um mercado acionário e, de empresas que adotam a governança corporativa, a pulverização da propriedade faz e demonstra que a possibilidade de crescimento e expansão é muito maior; o que é preconizado por vários agentes do mercado como a BOVESPA e o IBGC, o que provavelmente também forçará o aumento de suas vendas e conseqüentemente maior e melhores resultados.SMJ.

Referências:

- A GAZETA MERCANTIL. Empresas avaliam vantagens do Novo Mercado. São Paulo: A Gazeta Mercantil S.A., p. B1, 12 de dezembro de 2000.
- A GAZETA MERCANTIL. Novo mercado ainda é recebido com ceticismo. São Paulo: A Gazeta Mercantil S.A., p. B1, 08 de dezembro de 2000.
- A realidade da Governança. Chediak, Julian F.P. / Revista Capital Aberto, ano 1, no. 11, São Paulo, junho/2003.
- A Sabarnes nas empresas do país. Revista Exame São Paulo jun/2003
- Andrade, Adriana; Rossetti, Jose Paschoal. Governança Corporativa: fundamentos desenvolvimento e tendências. 1.Ed. São Paulo: Atlas, 2004.
- ANDRADE, Luiz Felipe. Teoria de agência e governança. Valor Econômico, Eu & Investimentos, D2, 29 de março de 2004.
- ARAÚJO, Luiz Nelson Porto. Governança Corporativa, Trevisan Consultores, nov/2004.
- BERLE, Adolph; MEANS, Garnier. C. *The Modern Corporation and Private Property*. New York: Macmillan, 1932.
- BERTON, Luiz Hamilton. Indicadores de desempenho e as práticas de boa governança corporativa. Florianópolis: UFSC, 2003. 215 f. Tese de Doutorado.
- BOVESPA. Disponível em <<http://www.bovespa.com.br>>. Acesso em: 12 de janeiro de 2004. Business and Society, April, 1994.
- BRASIL, Haroldo V.; BRASIL, Haroldo G. Gestão Financeira das Empresas – Um modelo dinâmico. 4ed. Rio de Janeiro, Ed. Qualitymark, 2001. 163p. Business and Society, April, 1994.
- CAMPOS, Taiane Las Casa; A relação entre concentração de Capital e identidade do Acionista- IBGC-Prêmio de monografia 2003.
- CIA, Josimar Cordenonssi; Guarita, Celeste Índio; Cia, Joaquina Neide de S.; O Duplo Papel do Investidor – ANPAD 2000.
- CINTRA, Marcos Antônio Macedo. O *corporate finance* das empresas norte-americanas no período recente. Ensaios FEE. Porto Alegre, v. 20, n.1, p. 35-91, 1999.

- CLAEAF, Mark Van; and Cliff, Janet Langford -The new DNA of corporate *governance* in Director Ship Review – 03/2005 - www.ebesco/epnet.com.
- CLARKSON, Max B.E. The Toronto Conference: reflections on *stakeholders* corporation: concepts, evidence and implications. Academy of Management Review, Mississippi State, v.20, p.65-91, jan.1995.
- COMERLATO, Gloria Maria B./Terra, Pulo Renato S./Braga, Luiz Otavio; Governança Corporativa – Revista RI – set/2004- pg 22 a 27.
- COUTINHO, Eduardo S. O Impacto da Estrutura de Propriedade no Valor de Mercado de Empresas Brasileiras. Belo Horizonte: UFMG, 2003. 98 f. Dissertação de Mestrado.
- CVM. Cartilha de Recomendações sobre Governança Corporativa. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 24 de março de 2004.
- DONALDSON Thomas, PRESTON, Lee . The stakeholder theory of the
- ESTUDO da McKinsey mostra que os Investidores pagam mais por Boa Governança. RI Relações com Investidores, Ano III Nº 29 Julho 2000 p. 18.
- FORTUNA, Eduardo. Mercado financeiro: produtos e serviços. 15. ed. rev. e ampliada Rio de Janeiro: Qualitymark, 2002. 624 p.
- FRANÇA, Júnia L. Manual para normalização de publicações Técnico Científicas. 6. ed. rev. e ampliada. Belo Horizonte: UFMG, 2003. 230 p.
- FREEMAN Edward. Strategic Management- A Stakeholder Approach. London, Pitman Publishing, 1994.
- FREEMAN, E. R. A Stakeholder Theory of Modern Corporation. In: DIENHART, John W. *Business, Institutions an Ethics*. New York: Oxford University Press, 2000.
- FREEMAN, E. R. The Politics of *Stakeholders* Theory: Some Future Directions. *Business Ethics Quarterly*, v.4 p. 409-422, 1994.
- FRIEDMAN, Milton. The Social Responsibility of Business is to Increase Its Profits. In Hartman ,Laura P. *Perspectives in Business Ethics*. McGraw-Hill International Editions. 1998.
- GORINI, A.P.F. & Siqueira, S.H.G., Complexo Têxtil Brasileiro. BNDES Setorial, BSB, p. 133-157, nov/1997b, ed Especial.

- HARVARD BUSINESS REVIEW. Experiências de Governança Corporativa. Tradução de Afonso Celso da Cunha Serra. Rio de Janeiro:Campus, 2001. 218 p. Título original: On Corporate Governance.
- HITT, Michael A; IRELAND, Duane; HOSKISSON, Robert E. Governança Corporativa.In: _____. Administração estratégica. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2002.cap. 10, p. 400-439.
- HORIE, Takafumi. Shaking up corporate Japan. Vol. 374 Issue 8419, p61, 2p, 1c, 2005. – disponível em: www.ebesco/epnet.com.
- IBGC. Código das Melhores Práticas da Governança Corporativa. São Paulo: 2000/2004.
- Índices Estatísticos e Econômicos. Revista Conjuntura Econômica, vol.59 no. 08 – Fundação Getulio Vargas, AGOSTO/2005.
- INVESTIDORES institucionais se envolvem mais em Governança Corporativa, RI Relações com Investidores, Nº 32 outubro 2000 p. 12-14.
- JENSEN, Michael C.; CHEW, Donald H. Governança Corporativa nos Estados Unidos.In: BERNSTEIN, Peter L; DAMODARAN, Aswath. Administração de investimentos.Porto Alegre: Bookman, 2000. Cap 15, p. 368-398.
- JOHNSON, Simon. *Witch Rules Matter? Evidence from Germany's Neuer Markt*. Tese apresentada ao MIT (Instituto de Tecnologia de Massachusetts) para obtenção de título de mestre. Boston, Fevereiro, 2000.
- LAKATOS, E.M.; Fundamentos de Metodologia Científica, São Paulo, Atlas, 2003.
- LETHBRIDGE, Eric Tendências da Empresa Familiar no Mundo. Revista do BNDES. Rio de Janeiro, v. 4, n. 7, p.185-200, jun. 1997.
- LETHBRIDGE, Eric. Governança Corporativa. Revista BNDES, n.8, dezembro de 1997.
- LODI, João Bosco. Governança Corporativa, O Governo da Empresa e o Conselho de Administração. São Paulo: Campus, 2000.
- MARTINS, G.A.; Epistemologia da Pesquisa em Administração. Tese apresentada na faculdade de Economia, Administração e Contabilidade – FEA/USP, 1994.
- MCCONNELL, J.J.; Servaes, H; Additional evidence on equity ownership and corporate value .Journal of Financial Economics no. 27; pgs. 595-612; 1990.

- MCKINSEY & COMPANY, KORN/FERRY INTERNATIONAL. *Panorama de Governança Corporativa no Brasil*. São Paulo, p.44, 2001.
- MCKINSEY & COMPANY. *Investor Opinion Survey on Corporate Governance*. June,2000.
- MELLAGI FILHO, Armando; ISHIKAWA, Sérgio. Mercado financeiro e de capitais. São Paulo: Atlas, 2000. 335 p.
- MILLSTEIN, I. M. Corporate governance: the role of market forces. *The OECD observer*, Paris, 2000.
- MONKS, R. A. G.; MINOW, N. *Corporate Governance*. 2 ed. USA: Blackwell, 2001.
- MONTAGNON, Peter. What shareholder democracy? Vol. 374 Issue 8419, p62, 4/9p, 1 graph, 2005. Disponível em: www.ebesco.com/epnet.com acesso 11.04.2005 13:00 horas.
- MORCK, Randall, Acionistas não devem ter surpresas – Revista BOVESPA – Jan/Mar 2004.
- MORCK, Randall. The Global History of Corporate Governance – Na Introdução; University of Alberta and NBER, Loyd Steier; 2004.
- OCDE – Principles Corporation Governance – 1st Draft Unofficial Translation www.ocde.com -1998.
- MUNDIM, RITA. Governança Corporativa. OLIVEIRA, VIRGINIA I.et al. MERCADO FINANCEIRO – Uma abordagem pratica dos principais produtos e serviços. 1. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006. pág. 276 – 282.
- ORGANIZAÇÃO PARA COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO (OECD). Disponível em <<http://www.oecd.org>> Acesso em 05 de julho de 2003.
- RABELO, F. M. Fundos de pensão, mercados de capitais e corporate governance: lições para mercados emergentes. *Revista de Administração de Empresas*. Fundação Getúlio Vargas. Rio de Janeiro, janeiro a março de 1998.
- RAPPAPORT, Alfred. Creating shareholder value: a guide for managers and investors; 2.ed, New York, The Free Pres, cap 1-3, 1998.

- SCHERER, André Luís Forti. O modelo de norte-americano de governança corporativa: gênese, instrumentos e conseqüências. Ensaio FEE. Porto Alegre, v. 24, n.2, p. 429-452, 2003.
- SIFFERT Filho, Nelson. Governança Corporativa: Padrões Internacionais e Evidências Empíricas no Brasil nos Anos 90. Revista BNDES n.9, junho de 1998.
- SILVEIRA, Alexandre Di Micelli; BARROS, Lucas Ayres B. de C.; FAMÁ, Rubens. Estrutura de Governança e Desempenho Financeiro nas Companhias Abertas Brasileiras: Um Estudo Empírico. Caderno de Pesquisas em Administração, São Paulo, v. 10, nº 1, janeiro/março 2003.
- SIQUEIRA, Tagore Villarim de. Concentração da Propriedade nas Empresas Brasileiras de Capital Aberto. Revista do BNDES. Rio de Janeiro, v. 5, n. 10, p. 37-62, dez. 1998.
- STARIK, Mark. The Toronto Conference: reflections on *stakeholders* theory.
- TORAIWA, Paula. Governança corporativa: condições de financiamento e valor da empresa. [S.l. : s.n.] 1º lugar no IV Concurso de Monografia da CVM, 2003. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>> Acesso em 14/05/2004.
- VIDIGAL, Antonio Carlos. Governança Corporativa. O Globo, Rio de Janeiro, 25 de dezembro de 2000. Primeiro Caderno, p.7.
- VIEIRA, Edson Roberto; CORREA, Vanessa Petrelli. Mercado de Capitais e Governança Corporativa no Brasil: Reflexões sobre os Movimentos Recentes. ANPEC, mimeo, abril de 2003.
- YIN, Robert K. Estudo de Caso: Planejamento e Métodos, 2 ed, Porto Alegre: Bookman, 2001.
- ZONENSCHAIN, Cláudia Nessi. Estrutura de Capital das Empresas no Brasil. Revista do BNDES. Rio de Janeiro, v. 5, n. 10, p. 63-92, dez. 1998.

Sites visitados na Internet:

País	Título do Código	Instituição	Ano	Disponível em:
Brasil	Código das Melhores Práticas de Governança corporativa	IBGC	2004	www.ibgc.org.br
Brasil	Cartilha de Governança Corporativa	CVM	2004	www.cvm.gov.br
Alemanha	Code of Best Practice for German Corporate Governance	German Panel on Corporate Governance	2000	www.ecgi.de/codes/menu_europe.htm
Reino Unido	Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance -	Cadbury Report London Stock Exchange	1992	www.ecgi.de/codes/menu_europe.htm
Reino Unido	The Combined Code - Principles of Good Governance and Code of Best Practice	London Stock Exchange	2000	www.ecgi.de/codes/menu_europe.htm
União Européia	Euroshareholders Corporate Governance	Guidelines Euroshareholders	2000	www.ecgi.de/codes/menu_europe.htm
OECD	OECD Principles of Corporate Governance	OECD	1999	www.oecd.org
Japão	Corporate Governance Principles - A Japanese View (Interim Report) Corporate Governance	Forum of Japan	1997	www.ecgi.org/codes/menu_asia_pacific.htm
Alemanha	German Code of Corporate Governance	Berlin initiative	2000	www.ecgi.de/codes/menu_europe.htm

		Group		
EUA	Corporate Governance Policies	Council of Institutional Investors (CII)	2001	www.ecgi.de/codes/menu/americas.htm
EUA	Global Corporate Governance	Principles CALPERS	1999	www.calpers.governance.org/principles/international/