

1200401987



KELLY CRISTINA NEANDER TRENTIN

TEORIA DE AGÊNCIA E GOVERNANÇA CORPORATIVA
Os Problemas dos Sistemas de Incentivos e Monitoramento

FGV-SP / BIBLIOTECA

01987/2004



1200401987

TEORIA DE AGÊNCIA E GOVERNANÇA CORPORATIVA
Os Problemas dos Sistemas de Incentivos e Monitoramento

Banca Examinadora:

Professor Orientador: Antonio Carlos Manfredini da Cunha Oliveira

Professor:

Professor:

**FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS DE SÃO PAULO**

KELLY CRISTINA NEANDER TRENTIN

**TEORIA DE AGÊNCIA E GOVERNANÇA CORPORATIVA
Os Problemas dos Sistemas de Incentivos e Monitoramento**

**Dissertação apresentada ao Curso de Pós-Graduação da FGV/EAESP
Campo de Conhecimento: Administração Contábil e Financeira**

Orientador: Prof. Antonio Carlos Manfredini da Cunha Oliveira

**SÃO PAULO
2003**

Dedico esse trabalho ao Ruy pelo companheirismo e apoio de sempre.

Sumário

1. INTRODUÇÃO	6
2. A ESTRUTURA FINANCEIRA E A TEORIA DE AGÊNCIA	10
2.1.A Estrutura de Capital como Sinal	10
2.2.A Estrutura de Capital e o Problema de Agência	12
3. O PROBLEMA DA MOTIVAÇÃO NAS CORPORações	18
3.1. Os Incentivos	20
3.1.1. Bônus	20
3.1.2. Ações e Opções de Ações	21
3.2. Incentivos e Monitoramento	25
3.2.1. Regimes de Compensação de Executivos	30
4. GOVERNANÇA CORPORATIVA E OS PROBLEMAS DE AGÊNCIA	33
4.1.As causas e possíveis soluções para os problemas de agência	35
4.1.1. Os Problemas dos Incentivos	35
4.1.1.1. O Problema das Opções de ações	36
4.1.1.2. Possíveis Melhorias	41
4.1.2. Os Problemas do Monitoramento	46
4.1.2.1. Possíveis Melhorias	47
4.2.A Governança Corporativa no Brasil	57
4.2.1. O Código das Melhores Práticas de Governança	58
4.2.2. Níveis Diferenciados de Governança Corporativa	58
5. A ÉTICA NOS NÉGOcios	64
6. CONCLUSÃO	69
REFERÊNCIAS	72

1. INTRODUÇÃO

A razão pela qual iniciei o desenvolvimento desse trabalho foi a relevância dos escândalos financeiros deflagrados pelo mau uso de ferramentas contábeis pela *Enron Corporation* e depois descobertos em diversas outras empresas listadas em bolsas de valores dos EUA e Europa.

A causa mais evidente das fraudes às quais me refiro foi a falta de transparência nas demonstrações contábeis, ferramenta largamente usada por analistas financeiros quando da avaliação de empresas para investimentos em ações e derivativos, concessão de empréstimos bancários e captação de recursos para investimentos em projetos empresariais. No entanto, a crise na contabilidade iniciada pela *Enron* foi causada por quais outros motivos? Por falhas no sistema contábil e nos órgãos reguladores de empresas de auditoria? Pela falta de ética nos negócios? Há até quem culpe o capitalismo. Seria ele o causador da ganância pelo lucro, que leva os administradores a usarem métodos pouco ortodoxos para obterem ganhos? Pelo exagero nos incentivos dados aos dirigentes de empresas americanas, levando ao surgimento de problemas de agência?

Esse trabalho tem o objetivo de explorar algumas dessas razões sem se aprofundar em conceitos de contabilidade ou no fato de que empresas de auditoria contábil perderam o foco quando passaram a se envolver demasiadamente nos negócios de seus clientes, já que muitas empresas do ramo de auditoria trabalhavam tanto como auditores contábeis de uma cliente quanto como consultores financeiros para esse mesmo cliente, gerando conflito de interesses.¹

Sempre farei referência à motivação, incentivo, recompensa e monitoramento dos executivos, apesar de todos os tipos de agentes de uma firma também serem motivados, incentivados, recompensados e monitorados, uma vez que o objetivo do trabalho é o de mostrar o porquê dos executivos desviarem-se do intuito e dever de representar os interesses do principal - esse último muitas vezes referido como

¹ Em alguns casos, como o da *Enron*, por exemplo, auditores externos foram contratados para cargos de alta hierarquia na companhia.

acionista no decorrer do texto – mesmo quando recebem incentivos que foram instituídos e aprimorados no mercado financeiro de forma que o principal sempre buscou ser adequado e remunerar o agente de forma a fazê-lo pensar e agir em benefício da empresa.

Explorarei a Teoria de Agência, tão importante para sustentar as bases da governança corporativa. Uma redução dos conflitos entre agente e principal reduziria em muito o tempo e esforço gastos com monitoramento por parte dos membros dos conselhos de administração através da avaliação e reposição, se necessário, do *Chief Executive Officer (CEO)*². Isso permitiria uma concentração maior de trabalho para a execução das outras funções do conselho, como prover opiniões aos executivos acerca da formulação de planos e estratégias para a empresa, determinar a remuneração dos executivos, revisar planos sucessórios, aprovar resultados financeiros e recomendar aos acionistas, membros elegíveis do conselho de administração (MONKS; MINOW, 1995, p.183).

Na primeira parte do trabalho traço um paralelo entre a estrutura financeira das empresas e a influência desta no valor da firma. Teorias modernas de finanças mostram que mudanças na composição do capital levam a diferentes expectativas dos investidores, causando alteração no valor de mercado das empresas. Adicionalmente, o modo como as empresas se financiam influencia o comportamento do administrador, já que incentivos na forma de participação acionária pode levar a comportamentos oportunistas.

Na segunda parte, discorro sobre os principais tipos de incentivos e suas relações com o monitoramento das decisões dos executivos. Os incentivos por si só objetivam fazer com que o agente aja em busca dos interesses dos acionistas. No entanto, os incentivos baseados em desempenho, como as opções de ações, também são usados pelos conselhos de administração como uma ferramenta que permite o monitoramento das decisões dos executivos e acabam por cumprir um papel de supervisão para os conselheiros. Avaliando-se o desempenho dos executivos através dos resultados, pressupõe-se que os meios utilizados para a

² Corresponde ao cargo do executivo principal da companhia responsável por todas as atividades da mesma. (DOWNES; GOODMAN, 1995, p. 93)

obtenção desses resultados também estarão sendo vigiados. Supõe-se que os executivos que apresentaram bom desempenho financeiro alcançaram-no por terem tomado as decisões ótimas sob o ponto de vista dos interesses dos acionistas, uma vez que estejam atuando em mercados financeiros eficientes.

Na terceira parte, explico as causas, conseqüências e medidas que podem atenuar os problemas de agência que persistem no mundo corporativo e que prejudicam o alcance de uma estrutura ótima de governança corporativa. Empresas reconhecidas por praticarem uma boa governança são aquelas que apresentam um elevado nível de transparência na divulgação de suas informações aos investidores, tanto acionistas quanto credores, um elevado nível de monitoramento da administração que é uma função dos conselhos de administração, e são donas de um processo que permita uma rápida reposição dos executivos que não atendem às expectativas dos acionistas. Adicionalmente, isso deve ser aliado a uma administração competente e honesta que tome as decisões certas para conduzir os negócios da empresa de forma a valorizá-la.

Há dois conjuntos que causam os problemas de agência e prejudicam a estrutura da governança corporativa das empresas. O primeiro deles é a ineficiência nos sistemas de incentivos. Da forma como os executivos são remunerados hoje, com salários extremamente elevados e com instrumentos de remuneração inadequados, eles não são incentivados a enfrentarem o risco que os acionistas desejam e que consideram relevantes para o crescimento da firma no longo prazo. Quando afirmo que o incentivo concedido ao agente deve fazê-lo tomar decisões mais arriscadas pelo negócio, não me refiro ao risco proveniente de atitudes ilegais como as fraudes contábeis que ocorreram recentemente que podem levar a empresa à falência. Me refiro ao risco de, por exemplo, investir em projetos que proporcionem uma maior taxa de retorno, mesmo que esse retorno não seja 100% certo de ocorrer. O risco deve ser fruto de análises aprofundadas das oportunidades de investimento da firma.

No entanto, a preocupação reside em outro tipo de comportamento provocado pela maneira errada com que os executivos são incentivados. Ficará evidente que, quando recebem opções de ações sem ter um custo inicial para isso, muitos

executivos são levados a não se preocupar por tomar risco excessivo que pode prejudicar a saúde financeira da empresa no longo prazo. Como não há custo de aquisição das opções para os executivos, eles não são punidos sob a forma de perda de renda quando tomam decisões que prejudiquem os negócios da empresa.

O segundo conjunto das causas dos problemas de agência reside nos sistemas de monitoramento ineficientes. Apresento uma série de medidas que podem fazer com que os conselhos de administração estejam mais preparados para exercer suas funções. Começo pela determinação clara dessas funções, já que a maioria dos conselhos de administração das empresas acaba misturando suas funções com as dos executivos. Mais precisamente, são os executivos que acabam exercendo as funções dos conselheiros, o que traz enormes conseqüências para o desempenho dos conselhos.

Na quarta parte mostro um pouco do que está acontecendo com a estrutura de governança corporativa no Brasil. O mercado brasileiro sofre a influência de várias culturas, já que possui filiais de empresas do mundo todo. Uma definição de boa governança corporativa é difícil, pois ela depende de país para país - no que tange à legislação e maneiras com as quais os agentes econômicos se relacionam - e até de empresa para empresa quanto aos processos que elas empregam para obterem seus resultados. Apesar das empresas brasileiras também procurarem se adequar a melhores práticas que dêem segurança aos seus acionistas, os direitos dos acionistas minoritários no país ainda são negligenciados no mercado, o que torna nossa estrutura de governança ainda fraca em relação aos países desenvolvidos.

Por fim, discorro sobre a ética empresarial e relaciono o fato dos executivos se comportarem mal ou bem de acordo com o grau de importância que dão as suas reputações. Se a reputação é importante, os indivíduos serão mais éticos.

2. A ESTRUTURA FINANCEIRA E A TEORIA DE AGÊNCIA

Atentando para o fato de que todas as empresas envolvidas nos escândalos corporativos deflagrados em 2001 nos EUA e Europa eram de capital aberto e com ações negociadas em bolsas de valores, analisaremos se e como a estrutura financeira afeta o valor da firma, os incentivos dos administradores e o comportamento dos investidores. A questão que se levanta é se a estrutura financeira na qual uma empresa de capital aberto muitas vezes está baseada³ propicia a ocorrência de problemas de agência ou não e porque.

2.1. A Estrutura de Capital como Sinal⁴

Antes de tudo é importante definir o conceito de teoria de agência e os problemas advindos do distanciamento dos interesses dos proprietários das firmas e daqueles que conduzem seus negócios, que não necessariamente são os primeiros.

Existe no mundo corporativo um velho problema que consiste no fato de que administradores, que não são proprietários do capital da empresa onde trabalham, podem não gerir a companhia em busca dos melhores interesses dos acionistas.

Com o passar do tempo, as empresas cresceram e foram necessárias suas profissionalizações no sentido da separação entre a propriedade e controle, pois não mais as famílias fundadoras eram capazes de gerenciar tamanhas corporações, se vendo obrigadas a contratarem indivíduos estranhos ao grupo controlador para conduzir os negócios no dia-a-dia. É criada, então, a relação agente - principal, sendo o primeiro representado pela administração da empresa, e o segundo pelo acionista da mesma.

³ Controle mais pulverizado (com muitos acionistas) e custo de capital que envolve parâmetros de risco de mercado e risco da empresa.

⁴ *Signaling* é uma expressão que significa que “a parte detentora de informação privada adota um comportamento que, quando interpretado corretamente, revela sua informação” (MILGROM; ROBERTS, 1992, p. 154)

Um dos problemas de agência se dá quando os executivos se expõem menos ao risco do que o acionista gostaria, já que este último busca a maximização do valor de sua empresa enquanto o primeiro procura defender o seu emprego. Outro problema se dá quando os administradores trabalham com menos afinco do que o acionista deseja, resultando em menor geração de valor que o desejado.

Há problemas de outras naturezas e que podem somar-se a um desses dois problemas citados acima, já que, à primeira vista, penso que se a causa de um problema é uma, o seu oposto não o seria. No entanto, há administradores que arriscam demais o negócio em busca de ganhos de curto prazo ao invés de persegui-los no longo prazo. Esse é o tipo de problema de agência que interessa para o desenvolvimento do trabalho, uma vez que, com os escândalos financeiros de 2001, vimos que muitas empresas buscaram o crescimento rápido de curto prazo para que suas ações se valorizassem, sem que esse crescimento fosse sustentável no longo prazo. A *Enron* foi liquidada e a *Worldcom* foi reestruturada para que continuasse a operar no mercado.

Uma empresa de capital aberto pode se financiar tanto com dívida quanto com capital próprio, através da emissão de ações no mercado. Esse fato permite uma maior flexibilidade da empresa quanto às decisões de financiamento de projetos. A empresa decide qual a melhor composição capital de terceiros/capital próprio e quando emitir dívidas ou ações, de acordo com as condições de mercado. Decisões de financiamento são importantes para as finanças de todas as empresas e a composição ideal ou as necessidades de financiamento externo são decididas internamente com a anuência ou não dos investidores⁵. Empresas muito alavancadas podem incorrer em custos de falência.

Decisões de financiamento também afetam o comportamento do investidor, pois esses basear-se-ão nas decisões dos gerentes para investirem ou desinvestirem nas ações da empresa, afetando os preços das mesmas. Uma vez que os administradores possuem maior nível de conhecimento que os investidores sobre as perspectivas das empresas que conduzem, esses últimos baseiam-se nas decisões

⁵ Estes geralmente só se manifestam, comprando ou vendendo suas ações, após a empresa divulgar ao mercado suas ações e estratégias.

dos primeiros para formarem suas expectativas e tomarem suas decisões. (MILGROM; ROBERTS, 1992, p. 482) Uma empresa pode, por exemplo, decidir aumentar seu endividamento para investir em um projeto com retorno aceitável além de se aproveitar de *tax shield*⁶. Além disso, um aumento de dívida é considerado um sinal de que os administradores têm informações de melhora dos resultados da empresa para fazer frente ao pagamento dos juros dos empréstimos, o que leva os investidores a aumentarem o valor da firma no mercado. (MILGROM; ROBERTS, 1992, p. 507) Dessa forma, ao contrário do que afirmava a Teoria Clássica de Investimentos e Finanças (MILGROM; ROBERTS, 1992, p. 448), a estrutura financeira de uma empresa exerce direta influência sobre sua performance econômica.

2.2.A Estrutura de Capital e o Problema de Agência

Além do fato de que a estrutura financeira afeta as expectativas dos investidores e, por consequência, o valor da firma, pois, conforme a composição do passivo, as expectativas dos investidores mudam para melhor ou para pior, dependendo dos motivos e das circunstâncias de mercado para emissão de dívida ou de capital próprio⁷, a estrutura financeira também exerce influência sobre os incentivos dos administradores.

A associação de empresas com capital aberto e teoria de agência advém do fato de que empresas abertas têm que conviver com o conflito entre proprietários, incluindo-se aqui tanto os investidores majoritários quanto os minoritários, e gerentes no que diz respeito ao controle e uso dos recursos existentes. O fato de uma empresa ser de capital aberto, ou seja, os fundadores ou donos da empresa, quando da abertura de capital, terem vendido parte de suas participações para o mercado, aumenta a probabilidade de ocorrerem conflitos entre os acionistas e os administradores. As empresas de capital fechado conviveriam pouco com esse tipo de conflito (JENSEN,

⁶ Deduções que reduzem as obrigações com impostos. Quanto maior a alíquota de Imposto, maiores são as compensações.

⁷ Se a empresa decide por fazer uma emissão primária de ações no mercado bursátil ao invés de emitir dívida, os investidores podem entender que essa escolha foi feita devido ao fato das perspectivas de curto e médio prazo não serem boas para a companhia, ou seja, os níveis de retorno esperados não são tão altos que suportassem um nível de endividamento maior. (MILGROM; ROBERTS, 1992, p. 507)

1989), pois, apesar de também possuírem proprietários, o número desses é significativamente menor do que quando tratamos de empresas abertas.

A estrutura financeira afeta o incentivo dos administradores, pois o percentual de participação na empresa que é concedido ao administrador o induz a ser mais ou menos comprometido com o resultado de longo prazo da empresa. Quanto maior o percentual de participação de quem administra a empresa, maior é o seu incentivo a não tomar atitudes que prejudiquem o fluxo de caixa da empresa. Por exemplo, em uma empresa pequena onde 100% das ações estão em poder do fundador, sendo este ainda ativo na função de administrar o negócio, pouca é a probabilidade de que este promova gastos desnecessários, invista em projetos pouco lucrativos ou adquira ativos além do necessário para as atividades da empresa, pois estará comprometendo seu próprio patrimônio. Já, o administrador que detém apenas parte da empresa, e quanto menor a participação pior é, deverá ser mais fortemente levado a tomar decisões em busca de interesses próprios, como o aumento indiscriminado de ativos da empresa para aumentar sua remuneração ou se aproveitar de luxos pagos pela empresa e, portanto, rateado entre todos os acionistas e não somente entre os que efetivamente se beneficiaram das regalias, o que fere os interesses dos outros acionistas.(MILGROM; ROBERTS, 1992, p. 492) Assim, a fragmentação do capital acionário das empresas coopera para a dispersão do intuito do administrador de zelar pelos interesses dos acionistas.

O monitoramento das ações dos administradores também é incentivado quando quem monitora detém maiores participações no capital da empresa, pois esses serão levados a defender seus patrimônios, controlando e verificando as decisões de quem os administra. Os membros dos conselhos de administração são eleitos pelos acionistas da firma para monitorarem as decisões dos administradores.(MILGROM; ROBERTS, 1992, p. 497). Posteriormente, a questão do monitoramento será abordada com mais detalhes.

Dessa forma, a estrutura de capital novamente afeta o valor da firma por alterar os incentivos dos administradores e por causar uma necessidade maior de monitoramento por parte dos proprietários sobre os gerentes para que esses ajam em busca da maximização do valor da empresa e não em benefício próprio.

Se os acionistas encontram-se descontentes com o desempenho dos agentes em suas funções de administrar os ativos do principal em busca da maximização de valor dos mesmos, eles podem reagir de diversas maneiras. Uma delas é não tomarem nenhuma iniciativa e permitir que os agentes continuem a administrar o patrimônio alheio sem o mesmo afinco que o principal deseja. Outra maneira é reagir de forma com que os membros do conselho de administração desempenhem seus papéis de trocar os dirigentes ou alterar seus incentivos fazendo com que as decisões mudem em favor da empresa. Aqui vale destacar que ainda não entramos no mérito de avaliar se o conselho de administração está eficientemente composto, assunto que abordaremos mais tarde.

Quando nem os executivos nem os conselheiros apresentam o desempenho desejado pelo acionista, que pode, por exemplo, ser representado pela subvalorização das ações no mercado, os acionistas podem tomar decisões drásticas, como o que ocorreu na década de 80.

Então, devido ao fato de que a estrutura de propriedade da firma altera os incentivos dos administradores, fazendo-os não agirem otimamente sob o ponto de vista do acionista, já que a pulverização de ações pode levar o agente a agir de forma egoísta, e ao ambiente econômico da época, os EUA viveram uma grande onda de *takeovers*⁸ na década de 80. Acionistas, descontentes com o desempenho das ações de suas empresas nas bolsas de valores e com as decisões tomadas pelos então administradores da empresa, passaram a movimentar-se no sentido de tomar o controle da empresa e administrá-la de forma a valorizar seus ativos. O caso da transação das empresas RJR – Nabisco e KKR ilustra bastante bem os acontecimentos da época. Diante do fraco retorno dos investimentos efetuados pela empresa e pela má utilização dos fluxos de caixa gerados⁹, provocada por decisões ineficientes tomadas pelos seus executivos, que, além disso, ainda se beneficiavam de regalias pagas com os recursos que pertenciam à empresa e,

⁸ Mudança de controle de uma corporação. Pode ser através de uma aquisição amigável ou de uma negociação hostil onde o atual controlador luta para não perder sua posição. (DOWNES; GOODMAN, 1995)

⁹ Foi implantado um programa de modernização de uma das plantas industriais que custou US\$2,8 bilhões com uma taxa de retorno de apenas 5% antes dos impostos. (JENSEN, 2000, p. 251)

conseqüentemente, aos seus acionistas, a RJR – Nabisco foi comprada pela KKR por US\$12 bilhões. Com isso, ela sofreu uma profunda reestruturação sob a forma de fechamento de capital, aumento da alavancagem financeira, venda de ativos, que culminou na valorização da empresa. O resultado foi uma transferência de controle de executivos para investidores ativos.¹⁰ O caso deixa claro que não só as decisões dos agentes eram erradas e custosas como também houve negligência no acompanhamento da administração dos executivos por parte do conselho de administração da empresa. O sistema de monitoramento falhou, demonstrando-se a dificuldade que se enfrenta em se detectar as ineficiências corporativas, o que acaba por impactar o próprio processo de prevenção de atitudes oportunistas ou desinteressadas por parte dos Agentes.

Muitas das trocas de controle foram seguidas de um aumento na alavancagem financeira das empresas com a emissão de *junk bonds*¹¹, o que se denomina de *leveraged buyouts*, e assim, as empresas passaram a deter um montante mais significativo de dívida em relação ao capital próprio em suas estruturas financeiras.¹² Muitas das empresas, além de terem a composição de dívida aumentada em seus balanços, também tiveram seu capital fechado.

A razão pela qual houve esse movimento de aquisições e “privatização” de empresas na década de 80 foi que, com o financiamento através de dívida e um controle concentrado entre administradores e pequenos grupos de acionistas, conseguia-se incentivar os administradores a buscar retornos de longo prazo e não mais concentrar seus esforços nos retornos de curto prazo. Além disso, devido à destruição de valor das empresas iniciada na década de 60, causada pelo abuso do poder de seus administradores, houve um movimento de tomada de poder por parte dos investidores, o que desencadeou a onda de *takeovers* mencionada acima. Viu-se ali uma oportunidade de aumentar o valor de suas empresas através de uma

¹⁰ Investidores ativos são aqueles que participam ativamente da administração da empresa nas quais possuem participação acionária. Participação ativa significa auxiliar na administração da empresa tomando decisões que impactem o resultado da companhia.

¹¹ Títulos emitidos por empresas privadas cujas classificações atribuídas por agências de *ratings* são mais baixas devido ao maior risco de insolvência por parte das emitentes dos papéis. (DOWNES; GOODMAN, 1995)

¹² Entre 1980 e 1989 o índice capital próprio em relação aos ativos totais caiu de 49,6% para 40,5% e o índice de dívida de longo prazo em relação ao PL subiu de 34% para 59%. (MILGROM; ROBERTS, 1992, p. 485)

nova estrutura financeira e alinhamento dos objetivos do acionista e do administrador.

Devido à existência de um mercado de títulos de risco favorável na década de 80, as decisões de escolha de financiamentos da onda de *takeovers* através dos *junk bonds* foram bem aceitas e largamente utilizadas e causaram um efeito positivo sobre as expectativas dos investidores, observando-se uma valorização significativa das empresas nos anos subseqüentes. Na verdade, apesar da mídia afirmar o contrário, a onda de *takeovers* trouxe aumento de eficiência para as empresas negociadas, tanto para os acionistas quanto para a economia como um todo (JENSEN, 2000).

No entanto, com o definhamento do mercado de *junk bonds* no início da década de 90¹³ e o início de uma década de prosperidade econômica nos EUA com queda das taxas básicas juros da economia, baixas taxas inflacionárias e de desemprego e alta produtividade, viu-se uma nova onda de emissões de ações.

Verifica-se que as empresas mudam suas estruturas financeiras de acordo com as melhores condições do mercado, buscando aquelas que melhor se adequarão aos retornos esperados de seus projetos e aos seus custos de capital. Foi o que aconteceu da década de 80 para cá, quando observamos um ápice dos endividamentos corporativos no final dos anos 80 e um ápice dos financiamentos com recursos próprios através da emissão de ações no final da década de 90, quando a bolha especulativa da bolsa estourou, confirmando a “exuberância irracional”¹⁴ de *Wall Street*, provocando quedas acentuadas nos valores das empresas negociadas em bolsas de valores de todo o mundo.

Observando-se os acontecimentos no mundo corporativo da década de 80 até hoje, constata-se que os conflitos de interesses entre acionistas e administradores sempre existiram e o crescimento do número de empresas de capital aberto e da relação

¹³ Associações de poupança e empréstimo foram obrigadas pelo governo norte-americano a se desfazerem de suas posições de *junk bonds*, e falência da Drexel Burnham Lambert. (MILGROM; ROBERTS, 1992, p. 485)

¹⁴ Alan Greenspan, presidente do Banco Central Norte-Americano.

capital próprio/dívida devido à popularização dos *IPOs*¹⁵ na década de 90, só fez acentuar a distância entre acionistas e administradores, contribuindo para o desfecho dos escândalos corporativos do final de 2001.

¹⁵ IPO (*Initial Public Offerings*) são as emissões primárias de ações nas bolsas de valores.

3. O PROBLEMA DA MOTIVAÇÃO NAS CORPORAÇÕES

As empresas e seus proprietários enfrentam o desafio de conseguirem motivar seus agentes a agirem de acordo com os interesses do principal. Uma vez que a motivação necessária para evitar oportunismos por parte dos agentes não ocorre de maneira natural, são necessários contratos que busquem prever ou prevenir atitudes oportunistas pré e pós-contratuais¹⁶. Os contratos estipulam quais incentivos serão oferecidos aos agentes.

Por outro lado, é interessante observar que os incentivos baseados em desempenho, além de servirem como instrumentos motivadores, também servem como instrumentos de monitoramento das ações dos agentes, já que quando a rentabilidade dos negócios cresce, há obtenção de fluxos de caixa positivos e há valorização relativa dos preços das ações, essas medidas podem refletir as decisões certas dos agentes quando da administração do negócio. No entanto, como é apresentado mais adiante no trabalho, isso não é suficiente para que os agentes ajam conforme as expectativas do principal, uma vez que a assimetria de informações¹⁷ continua existindo, o que favorece o surgimento de um ambiente onde haja decisões oportunistas, fazendo-se com que outros instrumentos de monitoração sejam necessários como os conselhos de administração, órgãos reguladores dos mercados de capitais como a CVM (Comissão de Valores Mobiliários).

Partir-se do pressuposto de que os indivíduos têm seus próprios interesses e que esses são dificilmente alinhados com os interesses dos outros indivíduos ou da organização, significa dizer que eles não possuem motivação para agirem naturalmente em benefício de outros. Desta forma, contratos explícitos ou implícitos¹⁸, procuram assegurar que ambas as partes tenham seus interesses

¹⁶ Atitudes oportunistas pós-contratuais são aquelas que surgem quando atitudes dos Agentes que afetam a eficiência da empresa não são perfeitamente monitoráveis fazendo com que a pessoa que executa as ações passe a impor seus próprios interesses em detrimento da outra parte no contrato já estabelecido (MILGROM; ROBERTS, 1992, p. 167)

¹⁷ "Situação onde as partes de uma transação não possuem toda a informação relevante necessária para determinar se os termos do acordo são aceitáveis e se estão sendo cumpridos" (MILGROM; ROBERTS, 1992, p. 30)

¹⁸ Contratos Explícitos são aqueles onde os termos que regem a relação são escritos e legalizados. Contratos implícitos são aqueles onde não há nenhum documento e não deve ter havido nenhum

atendidos numa relação agente - principal. O principal deseja que o agente tome as melhores decisões para maximizar o valor da firma e os agentes esperam ser recompensados de acordo com o risco a que são expostos ao agirem em benefício do patrimônio e dos interesses do principal.

Os contratos perfeitos ou completos (MILGROM; ROBERTS, 1992, p. 187) são aqueles que resolveriam os problemas de motivação. Um contrato perfeito especificaria exatamente as expectativas de cada uma das partes em relação ao acordo, descrevendo cada circunstância possível e os custos e benefícios de cada contingência. No entanto, na prática, os contratos não conseguem prever ou descrever todo o tipo de contingência devido à racionalidade limitada dos indivíduos, a comportamentos oportunistas, à falta de comprometimento entre as partes, à existência de informações particulares, seleção adversa ou *moral hazard*¹⁹ e, então, os problemas de motivação continuam a existir.

Assim, ao invés de termos contratos perfeitos, precisamos lidar com contratos imperfeitos que apresentam falhas ou lacunas que possibilitam o desvio das ações esperadas e desejadas por uma das partes. Daí surge a necessidade de que o principal motive seus agentes através de incentivos para tentar amenizar, pelo menos em parte, o nível de desvio existente entre o que se espera de um contrato perfeito e o que efetivamente se tem em um contrato imperfeito.

Mesmo que não haja um contrato onde o principal estipule as ações dos agentes, esses últimos podem agir sem oportunismo. Isto acontece quando os agentes não possuem informações privadas, ou seja, aquelas que o principal não possui e que afeta a relação de negócios entre as duas partes, quando o principal tem total conhecimento das ações dos agentes e quando esses últimos correm pouco risco. (COPELAND; KOLLER; MURRIN, 2000)

compromisso oral. São crenças, comportamentos e expectativas que regem um relacionamento contratual. (MILGROM; ROBERTS, 1992, p. 187)

¹⁹ "*Moral hazard* é a forma de oportunismo pós-contratual que se origina quando ações que tem consequência na eficiência não são plenamente observáveis e então a pessoa que executa as ações

3.1. Os Incentivos

Em contratos de trabalho, os incentivos e a motivação que o executivo necessita para tomar as atitudes certas e que levem à valorização da firma, podem ser o aumento de salário, pagamento de bônus, distribuição de ações e opções de ações. Compensar executivos pelo desempenho através de aumentos de salários foi empiricamente provado uma estratégia pouco eficiente, uma vez que a diferença de aumentos de salários por alcance de metas entre aqueles que apresentaram o melhor desempenho e o pior desempenho é muito pequena, de aproximadamente 5% (COPELAND; KOLLER; MURRIN, 2000, p.644), o que não chega a ser um motivador para que os executivos se empenhem ao máximo que puderem para atingir os objetivos da firma. Assim, os bônus, distribuição de ações e opções de ações surgem como técnicas comparativamente mais eficientes de motivação.

3.1.1. Bônus

Executivos necessitam receber incentivos sob a forma de recompensas monetárias que os tornem mais ricos à medida que o esforço de seus trabalhos se converta em maior valor das empresas e, em consequência, maiores remunerações. Bônus, ações e opções de ações são instrumentos de recompensa baseados em desempenho e que, uns mais eficientemente que os outros – e não tão eficientemente quanto se espera e se necessita para evitar comportamentos oportunistas por parte dos agentes – conseguem atingir o objetivo acima.

Os bônus são um instrumento de remuneração variável pagos para diversos níveis hierárquicos das companhias. Eles buscam incentivar empregados a se desempenhar mais eficientemente e têm conseguido atingir esse objetivo com certa eficiência.

No entanto, os bônus são pagos de acordo com metas de resultados gerenciais e financeiros, sendo essas metas são muitas vezes estabelecidas em níveis muitos

pode passar a impor seus próprios interesses as custas da outra parte” (MILGROM; ROBERTS, 1992, p. 167)

baixos para que os gerentes e diretores não pareçam incompetentes quanto a atingirem seus resultados. Adicionalmente, o eventual estabelecimento de tetos para os bônus à medida que as metas são atingidas faz com que os executivos sejam desincentivados a ultrapassar aquela meta.

3.1.2. Ações e Opções de Ações

Dessa forma, os acionistas passaram a adicionar ao pacote de incentivos aos executivos um instrumento mais eficiente, concedendo além de bônus baseado em resultados, a distribuição de ações e opções de ações, uma vez que com esses últimos, os executivos têm um parâmetro de rápida resposta e diretamente associado as suas decisões como dirigentes da empresa. Além disso, o preço das ações não tem limites de alta, ou seja, não há um preço máximo o qual as ações possam atingir, fazendo com que seja mais benéfico para o executivo quanto maior a valorização de mercado de sua empresa.

Gerentes ou diretores devem cuidar dos resultados dos setores os quais representam e, portanto, é comum que recebam recompensas de acordo com parâmetros, como vendas do setor, por exemplo, que reflitam o desempenho de suas áreas. No entanto, *CEOs* de empresas devem tomar decisões que afetem a empresa como um todo e não são vinculados ao desempenho de uma área específica. Assim, devem ser cobrados por parâmetros que reflitam resultados globais. Nesse contexto é que se explica o ganho de popularidade da distribuição de opções de ações no pacote de recompensas oferecido para administradores que ocupam cargos de alto nível hierárquico como diretores executivos e *CEOs*.

O programa de distribuição de ações ou opções de ações foi instituído com o objetivo de estreitar a relação agente (executivo) – principal (acionista). Teoricamente, a participação de gerentes e diretores no capital de empresas para as quais prestam seus serviços tem o intuito de tentar alinhar os interesses desses agentes com os dos acionistas.

Existem vários motivos pelos quais empresas distribuem opções de ações ou outras formas de participações acionárias para seus empregados e esses motivos variam

de acordo com os objetivos de cada empresa (BLASI; KRUSE, 2001, p. 22). Os principais motivos são:

- A. Atrair o interesse e recrutar trabalhadores capacitados e com maior tolerância ao risco;
- B. Conseguir retê-los na companhia;
- C. Responder a mudanças radicais no ambiente econômico como privatizações e tomada de controle pelos empregados;
- D. Desenvolver um senso de comunidade, aumentando a identificação com a companhia; e
- E. Motivar a contribuição para o sucesso da companhia e, conseqüentemente, reduzir os problemas de agência.

Ações e opções de ações são duas formas de se remunerar empregados com participações no capital das empresas nas quais eles trabalham (BLASI; KRUSE, 2001, p. 22). As opções de ações são distribuídas aos executivos quando de suas contratações sob a forma de títulos que representam parte do capital da empresa quando convertidas em ações da empresa. Para que seja feita a conversão em ações, tanto o preço de mercado tem que estar atrativo em relação ao preço de exercício quanto o executivo tem que ter permanecido na empresa pelo tempo pré-determinado por ela.

A distribuição de opções de ações aos funcionários consiste num meio mais eficiente de motivação a agentes se desempenharem melhor do que a distribuição de ações em si, pois as ações podem ser vendidas quando da expectativa de queda de seus preços enquanto as opções de ações não podem ser vendidas e perdem seus valores – viram pó, no jargão do mercado. Assim, o executivo que possui opções de ações é incentivado a valorizar sua empresa no mercado de forma a manterem suas opções *in the money*.²⁰

²⁰ As opções podem estar *in the money*, *at the money* ou *out of the money*. Opções *in the money* são aquelas que, se exercidas, dão lucro ao investidor que as detém. Por exemplo, suponhamos uma opção de compra (C) que determina o Preço de Exercício (X), sendo que o preço da ação à qual a opção está atrelada é denominado de (S). Essa opção de compra está *in the money* quando $S > X$, ou seja, se nessas condições a opção fosse exercida, seria proporcionado um fluxo de caixa positivo para o seu detentor. Opções *at the money* são aquelas que resultam num fluxo de caixa zero quando

Opções de ações consistem num produto derivativo que dá direito ao detentor de comprar ou vender ações numa data pré - determinada, chamadas de opções européias, ou a qualquer momento a partir da compra da opção, chamadas de opções do tipo americanas, e por um preço de venda ou compra, chamado de preço de exercício. Pelas opções de compra, aquelas que dão o direito a seu detentor de comprar ações de determinada empresa, é pago um valor, que é o preço da opção²¹, chamado de prêmio. Esse é calculado através de diversos métodos, sendo o mais conhecido deles o modelo de precificação de opções de Black-Scholes²². Paga o prêmio, o investidor que adquire as opções, tanto as opções de compra quanto as de venda, e ganha o prêmio o vendedor das mesmas. No caso das opções de ações distribuídas pelas empresas como remuneração a alguns empregados, os detentores obtêm o direito de exercer suas opções após certo tempo de permanência na empresa, o que lhes dá o direito de possuírem participação futura no capital acionário da companhia.

Teoricamente, o preço das ações é composto pelas expectativas de ganhos futuros que a empresa venha a ter, sendo que esses ganhos são fruto das decisões de investimento e financiamento tomadas pelos executivos das empresas. O mercado de capitais, através de departamentos de análise de bancos de investimentos, corretoras de valores, empresas de consultoria de investimentos, entre outras, procura avaliar as empresas de acordo com projeções de fluxos de caixa, que

exercidas e opções *out of the money* são aquelas que se exercidas geram um fluxo de caixa negativo. (HULL, 1991, p. 185)

²¹ Diversos fatores afetam os preços das opções: o preço atual da ação, o preço de exercício, o tempo do vencimento, a volatilidade do preço da ação, a taxa de juros livre de risco e os dividendos esperados durante a vida da opção. Quanto ao objeto de estudo desse trabalho, as opções de compra, o preço delas sobe quando o preço das ações aumenta. A volatilidade do preço de uma ação é a medida da incerteza quanto às oscilações futuras em seu preço. Quanto maior a volatilidade, maior a possibilidade de a ação ter um desempenho tanto bom quanto ruim. Para o detentor de uma opção de compra, elevações nos preços da ação o beneficiam, mas terá risco limitado se o preço da ação cair, pois o máximo que pode perder é o prêmio pago pela compra das opções. Assim, quanto maior a volatilidade, maior o valor das opções de compra. Por fim, os dividendos têm o efeito de reduzir o preço da ação na data ex-dividendo (intervalo entre o anúncio e o pagamento do próximo dividendo), que como explicado, aumenta o valor da opção de compra. (HULL, 1991, p.203)

²² Esse modelo de precificação de opções recebe o nome das pessoas que derivaram uma fórmula para calcular o valor de uma opção de compra, Fischer Black e Myron Scholes. Essa fórmula é muito popular no mercado de opções e significativamente usada.

descontados à taxa de custo de capital da empresa, levam à estimativa de valor justo da empresa no mercado²³.

Essa análise, chamada de Fundamentalista, pois se baseia nos fundamentos econômico - financeiros, aliada a análises técnicas que se baseiam em gráficos e outras análises especulativas, auxiliam na formação e comportamento dos preços das ações de companhias de capital aberto.

Atribuir-se um grau elevado de aleatoriedade aos preços das ações provocada por especulações e manipulações do mercado, faria com que a credibilidade e a atratividade da remuneração baseada em parte na distribuição de opções de ações caísse. Esse instrumento de incentivo tornar-se-ia impopular entre os executivos.

Nas décadas de 80 e 90, a idéia de que a principal responsabilidade dos administradores e executivos era a de gerar valor à companhia e, conseqüentemente, aos seus acionistas, proliferou, fazendo com que o valor para o acionista se tornasse um padrão de medida de performance das empresas. A maximização de valor para o acionista tornou-se um objetivo não só benéfico no sentido de geração de riqueza para os detentores daquele capital, mas também uma medida politicamente correta para os conselhos de administração e executivos das companhias, já que significava o comprometimento de seus dirigentes quanto ao futuro de suas empresas.

Nos últimos tempos, possuir planos de opções de ações passou a ser um fato a se ressaltar nos relatórios gerenciais e encontros com investidores, uma vez que a companhia que distribuía opções de ações sinalizava ao mercado que ela possuía um corpo de executivos comprometido com o futuro da empresa e que conduzia a companhia com visão de longo prazo.

²³ Segundo a teoria do Valor da Firma, uma empresa é avaliada de acordo com as projeções de Fluxo de Caixa Livre para a Firma (*Free Cash Flow to the Firm* – FCFF) , para um período de rápido crescimento adicionado a um período de estabilidade, descontados ao custo de capital calculado para a empresa. $\Sigma^{t=n} = \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^n} + \frac{[FCFF_t/(WACC-gn)]}{(1+WACC)^n}$. Por sua vez, a projeção do fluxo de caixa livre da firma é dada pelo resultado operacional depois dos impostos subtraído do dispêndio de recursos para investimento em expansão e das variações no capital de giro da empresa e somado às despesas de depreciação incorridas no período. **(FCFF = EBIT (1-t) – CAPEX + Depreciation – Change in Working Capital)** (DAMODARAN, 2002)

A racionalidade econômica dita que a distribuição de capital acionário de empresas aos seus executivos os motiva a partilharem dos interesses dos demais acionistas. Desta forma, logo se imagina que quanto maior a proporção de investimentos nas ações da companhia ou em opções de ações, maior seria a ocorrência de uma administração orientada para o acionista.

Porém, ironicamente, o que uma vez foi visto como um símbolo do reforço da governança corporativa nas empresas, em períodos recentes, as opções de ações acabaram por causar uma divergência ainda maior na relação agente – principal ao invés de incentivar a boa gestão. A riqueza dos agentes passou a estar estreitamente correlacionada com o preço das ações destas companhias em bolsas de valores e, portanto, seus objetivos maiores passaram a ser os de sustentar ou alavancar os valores de mercado de suas empresas. Muitos dirigentes, no entanto, têm se usado de artifícios ou, mesmo amparados pela lei que rege a contabilização de resultados, têm escondido de investidores fatos que podem prejudicar seus resultados e impactar o preço das ações.

3.2. Incentivos e Monitoramento

Como mencionado quando discutidos os incentivos, concedê-los sob a forma de instrumentos atrelados ao desempenho do executivo também serve como instrumento de monitoração.

Quanto maior o esforço do executivo em agir de forma a aumentar o valor da empresa no longo prazo, maior será o incentivo concedido pela empresa em forma de parâmetros de recompensa que reflitam seu desempenho. Como o esforço e o empenho do executivo são parâmetros difíceis de se observar e medir, o melhor é se monitorar através do incentivo à recompensa pela produção e resultado, já que o bom desempenho em si já seria uma garantia de que as decisões ótimas para a firma foram tomadas. No entanto ainda cabe uma discussão acerca disso, pois o bom desempenho pode ser indevidamente forjado ou manipulado.

Assim como o executivo espera que o preço das ações da empresa se mantenha alto para que as opções sejam exercidas no futuro, o acionista também espera que o executivo tome as decisões corretas para que a firma tenha crescimento e retorno sobre investimento positivo no longo prazo.

De acordo com um modelo de remuneração baseado em incentivos (MILGROM; ROBERTS, 1992, p. 215) quanto maior a intensidade dos incentivos, mais os executivos se esforçarão para desempenharem suas funções com eficiência e de acordo com o que os acionistas esperam. Por forte intensidade entendemos ser o incentivo que consegue motivar agentes com elevada propensão ao risco. Segundo o modelo, o salário do executivo seria formado da seguinte maneira:

$$w = \alpha + \beta(e + x + \gamma y)$$

Sendo :

w = salário fixo

β = Intensidade do Incentivo

e = nível de esforço

x = variável aleatória relacionada ao esforço

γ = peso atrelado à variável y

y = variável aleatória não relacionada ao esforço

Para cada aumento de uma unidade de esforço (e) há um aumento de $(\beta.e)$ na recompensa total do executivo. Se o incentivo é fraco, por mais que o executivo se esforce, o resultado sobre a sua remuneração total será pequeno. O incentivo deve ser forte em intensidade na medida em que seja compatível com a remuneração esperada pelo agente, sendo que a remuneração esperada, por sua vez, também sofre a influência do nível de esforço que o indivíduo está acostumado a fazer. Dessa forma, se o agente é avesso ao risco, ele espera receber uma remuneração relativamente baixa, pois seu nível de esforço é menor ou igual²⁴ ao nível que leva a sua remuneração esperada. Diante disso, o incentivo deve ter a intensidade

²⁴ Digo menor ou igual, pois mesmo considerando-se que o agente é avesso ao risco, ele ainda pode se esforçar menos do que deveria para atingir o nível de remuneração que ele espera.

compatível com o perfil de risco do agente. Não adiantaria oferecer um incentivo mais forte, pois o efeito sobre o esforço despendido pelo Agente não aumentaria.

Após as mudanças ocorridas nas estruturas das empresas na década de 80 e o aumento da preocupação dos acionistas com os problemas de agência, o mercado intensificou o uso da distribuição de opções de ações como forma de incentivos aos contratos de trabalho que envolvesse a alta gerência das empresas. No entanto, as opções de ações ainda não são usadas em todas as empresas de capital aberto e mesmo naquelas que são, não são distribuídas para todos os níveis gerenciais. Isto ocorre porque a empresa, além de decidir para que níveis hierárquicos conceder esse tipo de recompensa, também deve decidir qual o nível ótimo de intensidade dos incentivos que deve utilizar. A isto se dá o nome de Princípio da Intensidade do Incentivo (MILGROM; ROBERTS, 1992, p. 221), onde a intensidade ótima do incentivo é determinada de acordo com a tolerância ao risco dos agentes, com a precisão com que o desempenho é medido, com a receptividade dos agentes aos incentivos e lucratividade de esforços incrementais. Agentes com maior aversão ao risco devem receber incentivos de menor intensidade, ou não devem, no limite, sofrer qualquer exposição ao risco, o que significa não receber qualquer tipo de incentivo.

Basear o desempenho do executivo no preço das ações facilita o monitoramento do principal em relação às ações dos agentes, uma vez que avaliar se as ações subiram ou não, é fácil, pois basta acompanhar as oscilações dos papéis nas bolsas de valores. Às empresas e seus acionistas cabe decidir qual o parâmetro que deve ser usado para comparar a variação dos preços de suas ações, se em valores absolutos ou em valores relativos a parâmetros de mercado, como por exemplo, às ações do mesmo setor ou do mercado como um todo, os índices de ações. Ao último modelo dá-se o nome de Avaliação de Performance Comparativa²⁵.

Avaliar o desempenho dos executivos através de comportamentos isolados não é uma boa medida de monitoramento. No caso de empresas que incluem ações e

²⁵ Se a variação na performance do agente provocada por eventos aleatórios que afetam um Agente em específico é menor que a variância do evento que afeta vários Agentes ao mesmo tempo, é melhor usar-se a Avaliação de Performance Comparativa que a Avaliação de Performance Individual. (MILGROM; ROBERTS, 1992, p. 220)

opções de ações no pacote de remuneração aos seus executivos, avaliá-los através da valorização das ações, sem atribuir-se uma variável de comparação, mostra-se um método ineficiente. O certo é basear-se na valorização das ações em relação ao movimento do mercado como um todo, um índice de ações como o Ibovespa, por exemplo, ou de empresas do mesmo setor que possuem ações negociadas em bolsas de valores. Esse método procuraria demonstrar o quanto aquela empresa perdeu ou ganhou quanto ao seu valor de mercado em relação ao melhor parâmetro de mercado escolhido.

No Brasil, devido ao fato de que a maioria das ações negociadas na bolsa tem baixa liquidez²⁶, às vezes torna-se difícil a comparação com empresas do mesmo setor, pois em alguns casos nem existem empresas similares com ações negociadas no mercado acionário. Assim, usar o Ibovespa como parâmetro de comparação acaba, nesses casos, por ser a solução mais viável.

Dessa forma, dado que os preços das ações são facilmente observáveis e que só se deve dar incentivos àqueles cujas decisões afetem diretamente as medidas usadas como incentivo, a distribuição de opções de ações ganhou popularidade dentro dos modelos de governança corporativa seguidos pelas empresas norte-americanas²⁷ e nos países onde elas possuem filiais. Os executivos de alto escalão são diretamente responsáveis pela valorização da empresa no mercado, pois suas decisões afetam a sua geração de caixa. No entanto, cabe avaliar se o preço das ações da companhia reflete verdadeiramente as decisões dos agentes, ou seja, é preciso determinar se os preços das ações espelham os fundamentos da companhia.

Existe um modelo econômico dominante em finanças que estabelece três níveis de eficiência de mercado de acordo com o grau de informação sobre a empresa, seu setor de atuação e a economia como um todo, que é refletida sobre o preço das ações. Num primeiro nível, temos a Hipótese Fraca de eficiência do mercado onde o preço das ações reflete a informação contida no histórico de variação de preços e

²⁶ Habilidade do investidor de comprar ou vender rapidamente e em grande volume sem afetar significativamente os preços das ações em questão. Ações de pequenas empresas com poucas ações em circulação são consideradas ilíquidas. (DOWNES; GOODMAN, 1995, p. 329)

volumes das mesmas. Segundo essa hipótese, o mercado nada mais faria que repetir comportamentos em relação a acontecimentos passados. Num segundo nível, temos a Hipótese Semi - Forte de eficiência de mercado, onde os preços das ações refletem além de comportamentos passados, as informações divulgadas ao público como resultados trimestrais, informações relevantes, distribuição de dividendos, entre outras. Foi empiricamente comprovado (BREALEY; MYERS, 2000. p. 354) que o mercado ajusta-se muito rapidamente a essas informações, incorporando-as aos preços das ações imediatamente. Por fim, a Hipótese Forte de Eficiência de mercado inclui expectativas de investidores contidas em análises fundamentalistas sobre as perspectivas da empresa e, uma vez que essas análises são consideradas públicas – tem acesso quem paga por elas – suas informações também estariam refletidas nos preços das ações.

Conforme a explicação anterior da Hipótese Forte de mercado, acredita-se que as atitudes dos agentes estão precificadas nas ações da empresa. No entanto, os escândalos corporativos mostraram que isso nem sempre é verdade. Enquanto os preços das ações das empresas envolvidas nos escândalos subiam nas bolsas de valores, os agentes faziam uma má gestão, que foram descobertas depois.

Como os executivos possuem grande autonomia e poder de decisão quando do cumprimento de suas funções, suas receptividades aos incentivos dados pelos acionistas tendem a ser significativa. Assim, quanto maior o grau de incentivo, mais o executivo procurará agir de forma a melhorar seu desempenho e receber em troca, maiores recompensas. Executivos são mais receptivos a incentivos de recompensa e as opções de ações são um parâmetro mais objetivo e que reflete as ações dos executivos sobre o resultado global da empresa, em forma de fluxo de caixa.

Uma vez que, os incentivos tendem a aumentar de intensidade para executivos menos avessos ao risco, para aqueles cujos trabalhos contribuam com maior lucratividade para a empresa frente a aumentos de esforços, para os trabalhadores mais receptivos aos incentivos e, para aqueles cujos desempenhos sejam mais

²⁷ Destacamos os EUA, pois há diferenças significativas entre o modelo de Governança das empresas norte-americanas e os modelos adotados pelas empresas européias e japonesas, sendo que entre essas duas últimas também se encontram diferenças importantes.

facilmente medidos, também se verifica um aumento nos custos necessários para o monitoramento dos atos desses executivos. Uma vez que se concedem incentivos aos executivos para que esses tomem decisões ótimas para a firma, maior é a necessidade de se monitorar o desempenho desses executivos para que os riscos tomados não excedam ou fiquem aquém do esperado pelos principais.

Os conselhos de administração são responsáveis pelo monitoramento das ações dos executivos da empresa e podem ter comitês dedicados a isso.

3.2.1. Regimes de Compensação de Executivos

Quando se pensa em compensação de executivos, logo ocorre a dúvida: salários muito altos desincentivam ou incentivam executivos a desempenharem suas funções eficientemente? Refiro-me aos salários como o pacote total de remuneração oferecido ao executivo que inclui o salário fixo, os bônus, as ações ou opções de ações e os outros benefícios.

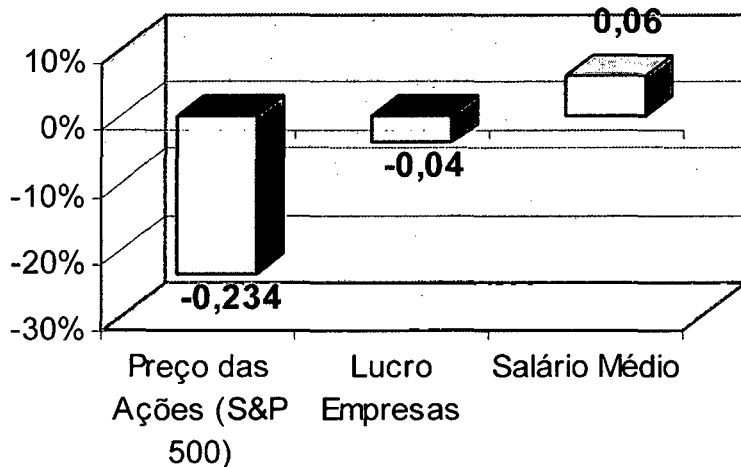
O que se verifica atualmente nos EUA é que os salários dos executivos se distanciaram em muito dos salários pagos ao nível de gerenciamento médio. Por exemplo, em 2002 o *CEO* e presidente do conselho de administração da *General Electric*, Jeffrey Immelt, o sucessor de Jack Welch, obteve um rendimento total de US\$22.918.357,00 que inclui o pagamento de salário, bônus, incentivos de longo prazo e distribuição de opções de ações. Nessa mesma empresa, um trabalhador médio ganhou em média US\$25.501,00 em 2002. (AFL-CIO - *Federation of America's Labor Unions*, 2003) Com isso, o *CEO* obteve rendimentos em 2002 equivalentes a 899 vezes o rendimento de um trabalhador médio na mesma companhia.

Esse fato seria, a princípio, um motivador para que os gerentes de nível médio buscassem galgar níveis mais altos na organização. (COPELAND; KOLLER, 2000, p. 649) No entanto, as evidências do excessivo distanciamento dos salários mostram que as recompensas tornaram-se tão elevadas e com pequena flexibilidade para baixo quando a empresa apresenta resultados ruins que os executivos acabaram incentivados a correr risco excessivo para a empresa. Mesmo em situações onde a

empresa sofre com queda de lucros, fluxos de caixa negativos e perda de valor de mercado, a recompensa dos executivos apresenta aumento.

Em 2002, enquanto o valor de mercado das ações que compõem o S&P 500, importante índice de ações norte-americano, declinou 23.4%, e os lucros dessas companhias caiu 4% no mesmo período, o salário médio de seus altos executivos apresentou um aumento de 6%, atingindo em média US\$8.52 milhões no ano.

Gráfico 1: Comparativo da Evolução da Remuneração de Executivos, Lucratividade das Empresas e Valor de Mercado



Fonte: AFL-CIO - *Federation of America's Labor Unions*, 2003

Nota-se que o pacote de incentivos oferecido atualmente aos executivos das empresas não os tem motivado a buscar bons resultados para suas empresas, seja porque suas rendas têm variado pouco em relação à volatilidade dos resultados da empresa, seja porque em muitos casos, o sistema de incentivos não tem conseguido reduzir os problemas de agência.

Uma maneira eficiente, mas custosa, de se inibir atitudes de *moral hazard* por parte dos agentes é através do monitoramento. Se o principal consegue acompanhar as ações dos agentes, esses serão coagidos a agirem da forma correta, senão serão punidos. Além disso, um monitoramento eficiente tende a reduzir o prêmio de risco a ser pago para os agentes aceitarem o contrato e, portanto, esses trabalham em

troca de menores salários do que aqueles que seriam pagos em condições onde haja ausência ou ineficiência de monitoramento. (COPELAND; KOLLER, 2000, p. 635)

No entanto, os escândalos corporativos mostraram que os modelos de compensação que dão margem a executivos praticarem *moral hazard* levaram à reflexão sobre a necessidade de reformas nos sistemas de incentivos e monitoramento das práticas administrativas. Isso leva a uma discussão acerca de mudanças necessárias nos modelos de governança corporativa atualmente seguidos pelas empresas. Essas mudanças envolvem uma reavaliação dos conselhos de administração, o que atinge diretamente o grau de monitoramento e a maneira como são realizadas a monitoração e mudanças nos modelos de incentivos.

4. GOVERNANÇA CORPORATIVA E OS PROBLEMAS DE AGÊNCIA

No capítulo anterior, foi mostrado que a relação entre agente e principal pode acarretar problemas de comportamento do agente quando da administração dos recursos e ativos do principal, dando origem aos chamados problemas de agência. Além disso, foi visto que a estrutura de capital aberto aumenta o distanciamento entre agente e principal, dificultando ainda mais o alcance de uma relação ótima onde o agente se satisfaça com a remuneração recebida pelo trabalho prestado, enquanto o principal tenha satisfeitas as suas expectativas em relação ao cumprimento dos deveres dos agentes que é o de cuidar e valorizar os ativos dos acionistas.

Entendido isso, esse capítulo apresentará e discutirá os termos, relações e condições que levam à necessidade do monitoramento e desenvolvimento das ferramentas que formam a governança corporativa.

A governança corporativa é um sistema que permite aos acionistas o governo estratégico de suas empresas e a efetiva monitoração da direção executiva. As ferramentas que garantem o controle da propriedade sobre a gestão são o conselho de administração, a auditoria independente e o conselho fiscal.

O sucesso na governança corporativa advém do fato dos executivos das empresas terem a consciência de suas funções de criar e sustentar o valor para o acionista, dos membros dos conselhos de administração efetivamente supervisionarem os administradores e determinarem a remuneração dos executivos em níveis que realmente reflitam seus desempenhos e de que os auditores determinem com integridade os demonstrativos de resultado da empresa.

As empresas que decidem seguir boas práticas de governança corporativa determinam que seu conselho de administração tem a função de ajudar os executivos a estabelecerem as estratégias da empresa, eleger sua diretoria, fiscalizar e avaliar o desempenho da gestão e escolher a auditoria independente.

Para se ter uma forte estrutura de governança corporativa, as empresas devem mudar tanto suas estruturas de incentivos quanto melhorar seus sistemas de monitoramento. Os pontos mais importantes considerados como primordiais para melhores práticas de governança são:

- Conselhos de administração com maior número de membros independentes dos líderes administrativos da empresa e composto por profissionais qualificados e com conhecimentos de diversas áreas que afetam o desempenho da empresa;
- Maior nível de transparência na divulgação de relatórios gerenciais e demonstrativos de resultados para os acionistas. As empresas que divulgam seus resultados com a clareza que os investidores necessitam para realizarem suas decisões de investimentos, têm a confiança dos agentes do mercado acionário, confiança esta, primordial para a valorização da firma;
- Fortalecimento do sistema de incentivos através da continuidade da distribuição de opções de ações, porém, de forma diferente do modo atual, como será explicado mais adiante;
- Intensificação de avaliações dos desempenhos individuais dos conselheiros e dos conselhos de administração;
- Aumento do número de comitês de sucessão de executivos e membros do conselho de administração;
- Determinação da responsabilidade efetiva dos membros do conselho de administração, qual a sua missão na empresa;
- Eleição de conselheiros que devam maior tempo para a empresa;
- Exploração de estruturas multidivisionais para reforçar o monitoramento de baixo para cima, ou seja, aquele se inicia nos níveis mais baixos da hierarquia;

4.1. As causas e possíveis soluções para os problemas de agência

Depois de toda a análise feita anteriormente, verifica-se que tentar inibir os problemas de agência significa modificar as bases da governança corporativa praticada pelas empresas atualmente. As razões da persistência dos problemas advindos da relação agente - principal, mesmo com todos os mecanismos já introduzidos no mundo corporativo como tentativa de minimização dos custos de agência, serão divididas em dois conjuntos.

O primeiro conjunto de causas é provocado por ineficiência de incentivos e é de difícil identificação e resolução, já que uma melhora envolve aumentar a exposição dos executivos ao risco e fazê-los perder remuneração quando tomarem decisões erradas. O fato de o agente ser neutro, amante ou avesso ao risco influencia a estratégia a ser seguida pela empresa quanto ao sistema de compensações oferecido. Para ser um alto executivo de uma companhia, é essencial e pressuposto que o indivíduo seja amante do risco, pois para dirigir uma empresa ele deve assumir riscos. Aos acionistas cabe identificar o agente certo para exercer essa função, além de escolher o incentivo que melhor se adeque a esse perfil de risco do agente.

Já, o segundo conjunto de causas engloba a ineficiência no monitoramento. Identificar esse conjunto é bastante fácil, uma vez que, mesmo alcançada a eliminação dos conflitos entre os acionistas e os executivos, se não houver um bom monitoramento, atitudes oportunistas por parte dos agentes podem ressurgir.

4.1.1. Os Problemas dos Incentivos

Os incentivos concedidos aos agentes para que eles tomem as decisões ótimas para o crescimento da firma no longo prazo têm apresentado inovações ao longo dos tempos. Do salário puramente fixo, passou-se à distribuição de bonificações variáveis de acordo com o desempenho, à distribuição de ações e à distribuição de opções de ações.

O sistema de incentivos ainda apresenta falhas que permitem o surgimento de problemas do tipo:

- *Moral hazard*: os administradores se vêem tentados a melhorar os resultados o máximo possível no curto prazo para se beneficiarem da alta das ações de suas empresas;
- Monitoramento: uma vez que as opções de ações são raramente contabilizadas como despesas no demonstrativo de resultados, os lucros das ações são artificialmente altos, além do fato de que o mercado não acompanha a quantidade das opções distribuídas.

O foco do problema consiste nas imperfeições das opções de ações e no modo como é tratado esse tipo de incentivo pelas corporações. Ao contrário dos salários, bonificações e benefícios, as opções de ações são mais complexas e podem ser distribuídas sob diversos tipos diferentes, sendo uns mais eficientes que outros quanto a motivar o executivo a agir buscando o crescimento de longo prazo da empresa.

Serão abordados os motivos que fazem com que a distribuição de opções de ações não consiga motivar o executivo da forma como deveria. Adicionalmente, serão apontadas algumas sugestões de melhorias que, inclusive já foram sugeridas, mas têm sido pouco aceitas pelas empresas.

4.1.1.1. O Problema das Opções de Ações

Já que a recente intensificação da distribuição de opções de ações não foi suficiente para eliminar ou reduzir os custos de agência, cabe analisar os problemas, e as suas causas, que efetivamente vem acontecendo com esse tipo de incentivo e quais são as possíveis medidas que minimizem ou eliminem esses problemas.

Além das falhas de monitoramento cometidas pelos acionistas, como deixar com que agentes incorram em atitudes oportunistas, que auditores sejam coniventes com

fraudes de balanços, entre outras, percebe-se que ainda existem problemas de outra natureza, que são as imperfeições encontradas nos incentivos.

Como já discutido anteriormente, a distribuição de opções de ações é um melhor mecanismo de incentivos a agentes do que a distribuição de ações, mas o primeiro mecanismo, ou a maneira com que ele é usado, ainda não é explorado da forma como deveria, o que vem causando sérias complicações para o principal.

As opções de ações, muitas vezes, acabam por incentivar os executivos a agirem de forma a influenciar a elevação dos preços das ações no curto prazo, quando o real interesse deles deveria ser o de fazer a empresa crescer no longo prazo. E por que acontece isso? Porque da forma como são distribuídas e o tipo de opção que é distribuída, as opções de ações constituem-se em incentivos ruins, ou seja, não atingem seu objetivo principal que é o de fazer o executivo cuidar do negócio como se fosse seu. Como o executivo não tem custo em adquirir as opções, ele pode ser levado a expor o negócio a riscos excessivos sem incorrer em perdas para o seu patrimônio pessoal.

Fatores como salário variável de acordo com o desempenho, plano de opções de ações, mercado de trabalho competitivo para executivos, entre outros, deveriam incentivar os administradores a agirem de acordo com os interesses da companhia como um todo, já que além da remuneração, o executivo passa também a tornar-se um acionista quando exerce suas opções e adquire ações da empresa.

Uma vez que o esforço esperado dos empregados pelos empregadores costuma ser compatível com os incentivos dados aos primeiros, as empresas têm procurado estimular os executivos mais fortemente através da distribuição de opções de ações. Isso porque elas se constituíam em incentivos mais agressivos que os outros incentivos citados anteriormente, no sentido de fazer o executivo obter ganhos elevados com a alta das ações, como resultado do bom desempenho da empresa, e fazê-los perder quando da queda das ações causada pelo mau desempenho da empresa. No entanto, como será explicado mais adiante, a perda para o executivo está limitada a zero, ou seja, esse somente deixa de ganhar e, com isso as opções de ações, da forma como são distribuídas, não se constituem em incentivos

agressivos. As opções de ações acabam por fazer com que os executivos não sejam incentivados a tomar as decisões certas para a firma, pois tanto faz errar ou acertar. A possibilidade de perda quando ocorre o erro é zero, pois apenas se deixa de ganhar o exercício das opções.

Chegou-se a acreditar, adotando-se o modelo de remuneração baseado em incentivos, explicado anteriormente, que as opções de ações possuísem um elevado β e, portanto, seriam incentivos de forte intensidade. Essa crença na forte intensidade do incentivo advinha do fato de que as opções de ações não impõem limites de ganhos, pois quanto maior o preço da ação, maior é a atratividade do exercício das opções de compra de ações da companhia, o que faria com que o executivo buscasse cada vez mais valorizar a empresa para que, quando exercesse seu direito de comprar as ações da companhia, incorresse em lucros maiores.

Porém, o executivo recebe as opções de ações como complemento de seu salário fixo e bônus. Assim, caso o resultado da empresa seja ruim e suas opções virem pó, o máximo que pode acontecer é eles deixarem de ganhar o que ganhariam caso a empresa obtivesse um resultado bom e tivesse, em consequência, uma valorização de mercado.

Como agravante, a grande maioria das empresas ainda oferece opções de ações tradicionais que são aquelas que tem o preço de exercício estabelecido no nível do preço à vista do dia da distribuição da opção para o executivo. Com isso, o executivo não precisaria esperar que as ações se valorizassem significativamente para exercer suas opções. Bastaria uma pequena alta no preço das ações no mercado à vista para que as opções estivessem *in the money* e pudessem ser exercidas com lucro. Já, no caso da empresa distribuir opções de ações com preço de exercício maior que o preço à vista, o executivo tem um incentivo para buscar valorizar as ações da companhia no mercado e só assim teria lucro exercendo suas opções.

Essa situação pode ser ilustrada da seguinte forma:

Suponha que os executivos recebam como parte do seu pacote de remuneração para trabalhar na Empresa X, opções de ações que, quando exercidas em ações da

companhia, representarão cerca de 0,1% do total de 100 bilhões de ações da companhia, ou seja, 100 milhões de ações, distribuídas entre cinco executivos. Suponha que o preço de exercício estipulado para que esses executivos exerçam suas opções seja de R\$200,00 por lote de mil ações, ou seja, igual ao preço à vista das ações da companhia na data da distribuição para os executivos. Suponha também que o prêmio pago para a aquisição das opções de compra seja zero, pois os executivos as ganharam como parte de suas remunerações.

Desta forma, a não ser que a empresa apresente um resultado muito ruim que faça com que o preço das ações da companhia no mercado à vista caia para um patamar abaixo de R\$200,00 por lote de mil ações, o executivo pode exercer a opção a qualquer momento, sem precisar se esforçar para que o preço das ações suba para obter lucro no exercício das opções.

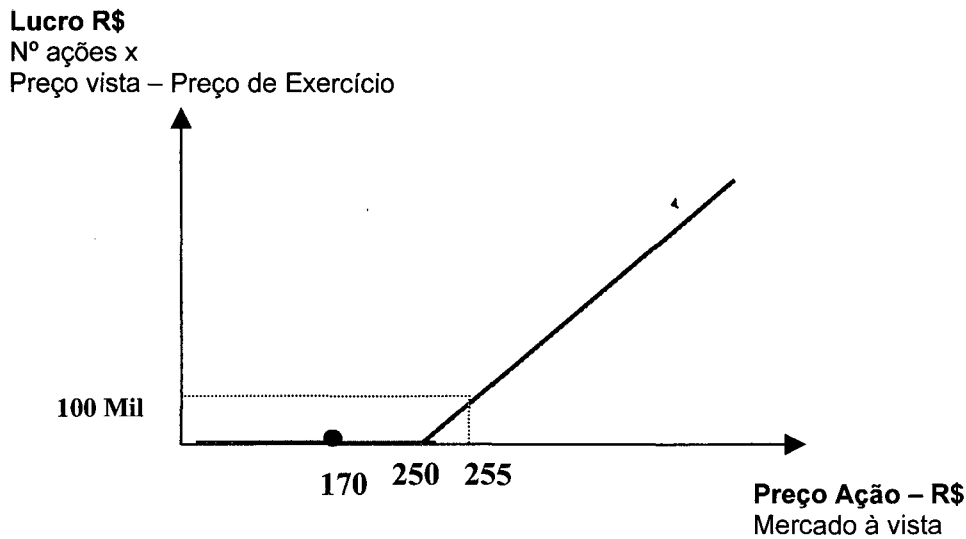
Se, ao invés da empresa distribuir opções de ações com preço de exercício igual ao das ações no dia da distribuição, ela distribua opções de ações com um preço de exercício maior, de R\$250,00 por lote de mil ações, com um prêmio então de 25% sobre os R\$200,00 do dia da distribuição.

Diante disso, se a empresa apresenta um bom resultado operacional com geração de caixa positivo, além de apresentar excelentes perspectivas para o futuro devido ao anúncio de investimentos em projetos com elevada taxa de retorno e que possivelmente colocarão a empresa à frente de vários concorrentes. Em consequência disso, as ações da companhia sobem e em um mês atingem o patamar de R\$255,00 por lote de mil ações.

Com isso, passa a ser interessante e lucrativo o exercício das opções descritas acima, – observando-se as datas limites impostas pela empresa para que possam exercê-las - sendo que o detentor das opções obterá um lucro com o exercício e posterior venda das ações de R\$5,00 por lote de mil. Considerando-se que cada executivo tenha ganho 20 mil opções (cada opção dá direito a exercer 1.000 ações), o lucro total para cada um dos cinco executivos seria de R\$100 Mil.

Graficamente:

Gráfico 2 – Opções de ações



Fonte: elaborado pelo autor

Por outro lado, suponha um segundo cenário, em que a empresa apresente um resultado ruim devido a fatores de mercado, ou seja, sobre os quais a empresa não tem controle, como queda de preços no mercado internacional do produto que exporta, elevação de custos devido a uma alta dos preços de petróleo, por exemplo, além do anúncio de compra de um concorrente que foi percebido pelos investidores como um péssimo investimento. Com isso, as ações da companhia caíram de R\$200,00 para R\$170,00. Sendo assim, nenhum executivo exerceria suas opções de compra, pois caso o fizesse, incorreriam num prejuízo de R\$30,00 por lote de mil ações. Os executivos não obteriam ganhos em exercer as opções e as manteriam até que o preço subisse.

Dessa forma, o que os executivos perderiam caso ocorresse esse segundo cenário e a primeira condição apresentada onde a preço de exercício não possui prêmio em relação ao preço de mercado na data da distribuição das opções de ações para os executivos? Nada. Eles apenas deixariam de ganhar o lucro caso a empresa apresentasse um bom resultado e o preço das ações subisse acima de R\$200,00. Assim, conclui-se que, da maneira como as opções de ações são oferecidas como parte da remuneração de executivos, não existe um risco de perda de renda que

fizesse com que o executivo fosse incentivado a ser honesto e buscar os interesses dos acionistas. Sendo assim, as opções de ações tradicionais não são um incentivo agressivo ou de forte intensidade.

O que se verifica com a análise acima é que o primeiro grande problema com as opções de ações é a maneira como elas são distribuídas aos executivos. O segundo problema advém do tipo das opções distribuídas. Se as empresas continuarem a distribuir as opções sem que o executivo incorra em nenhum ônus, mesmo que se mude o tipo das opções, não haverá aumento de incentivos suficiente para fazer com que o executivo seja coerente ao expor a empresa ao risco.

A seguir coloco as alternativas que visam melhorar esse cenário bem como listo quais são os tipos de opções de ações não tradicionais que serviriam como melhores incentivos aos agentes.

4.1.1.2. Possíveis Melhorias

Se usadas corretamente, as opções deveriam não só induzir um bom desempenho, mas também encorajar os agentes a pensarem e agirem sob uma perspectiva de longo prazo.

Uma forma de inibir o *moral hazard* nesse caso seria instituir um rigoroso comprometimento por parte do detentor das opções de ações em manter pelo menos $\frac{3}{4}$ das opções ou das ações da companhia por um período de dois anos – ou o período que as acionistas considerarem razoável para se ter os efeitos das decisões tomadas pelo então executivo, como, por exemplo, a maturação média dos projetos por ele implantados - medida que reforça o foco no longo prazo. Com isso, o executivo estaria livre da tentação de vender imediatamente as ações provenientes do exercício das opções de ações para realizar imediatamente o lucro proveniente da diferença entre o preço à vista das ações e o preço de exercício das opções e evitaria a tentação de se cometer fraudes em balanços para forjar maiores lucros, como ocorreu nos recentes escândalos financeiros.

Além disso, deveria haver um mecanismo que fizesse o executivo comprar as opções de ações com os bônus ganhos pelo seu desempenho. Isso faria com que o executivo tivesse que gastar seus próprios recursos para obter as opções, contrária à prática atual onde os executivos ganham as opções de ações e, portanto, no mínimo, apenas adicionam renda aos seus patrimônios, como foi explicado, e não apresentam nenhum tipo de perda caso não apresentem um bom desempenho.

Ao executivo seria imposta uma meta de participação no capital acionário da empresa em um espaço de tempo pré - determinado e essa seria uma nova meta para o executivo atingir, impactando sua remuneração total. Caso não acumulasse renda através dos bônus conseguidos por bom desempenho o suficiente para comprar a participação acionária pré - estabelecida, suas avaliações futuras seriam prejudicadas.

O mecanismo de distribuição de bonificações, por sua vez, também deveria sofrer alteração. Hoje em dia, os executivos acumulam quantias significativas de bônus tanto quando suas empresas apresentam resultados positivos quanto, negativos (ou variações de resultados positivas ou negativas). Salários e bônus variam muito pouco como resposta ao desempenho da firma, ou seja, a relação entre remuneração de executivos e desempenho da firma é muito baixa (COPELAND; KOLLER, 2000, p. 650).

Tem sido discutido pelo mercado um conjunto de tipos de opções de ações, que se opõem às chamadas opções de ações tradicionais (JOHNSON; TIAN, 2000, p.4). As opções de ações tradicionais são consideradas aquelas que a maioria das empresas distribuem como remuneração aos seus executivos e que possuem características como o preço de exercício igual ao valor de mercado das ações da companhia quando da distribuição das opções para os executivos. Estudos teóricos e empíricos reconhecem que as opções de ações tradicionais criam incentivos a executivos para aumentarem o preço das ações de suas empresas, aumentarem a volatilidade do retorno dessas ações e de diminuir o *dividend yield*²⁸ delas, mas não no nível das

²⁸ Percentual que representa o retorno ganho pelo investidor dado pela divisão dos dividendos por ação sobre o valor de mercado da companhia por ação. Por exemplo, uma ação que vale \$10,00 que paga \$1,00 de dividendo por ano tem um *dividend yield* de 10%. (DOWNES; GOODMAN, 1995, p. 138)

opções de ações não tradicionais. As opções de ações não tradicionais são aquelas que apresentam características que aumentam ainda mais o incentivo para o executivo buscar esses resultados.

As opções de ações não tradicionais dividem-se em seis tipos diferentes.

- Opções de ações compradas: obrigam o executivo a pagar adiantada uma fração do preço de exercício de suas opções no dia do recebimento delas. A empresa emite um título que é pago e fica em poder do executivo e quando ele exerce o direito de comprar as ações ele resgata o título e recebe o valor de face do mesmo para pagar as ações adquiridas. O restante do preço a ser pago pelas ações deve ser desembolsado pelo executivo. Esse tipo de opção é um melhor incentivo que a opção tradicional, pois se a opção expira *out of money*, o executivo perde o adiantamento do preço de exercício.
- Opções de ações relacionadas a desempenho: não podem ser exercidas até que o preço das ações atinja um preço chamado de Barreira (B_u) que é maior que o preço da ação na data do recebimento das opções pelo executivo. Se o preço das ações não atinge a barreira até a data da expiração das opções de ações, a opção perde o valor. Uma vez atingido o preço de barreira, a opção se torna regular, com preço de exercício igual ao preço da ação no mercado à vista na data do recebimento das opções. Assim, é dito que esse tipo de opções de ações cria maiores incentivos para que o executivo busque o aumento do preço das ações que as opções de ações tradicionais, uma vez que o preço das ações deve aumentar mais antes que as opções possam ser exercidas.
- Opções de ações com prêmio: também diferem das opções de ações tradicionais, uma vez que possuem um preço de exercício maior do que o preço à vista das ações na data da distribuição das opções para os executivos. Esse tipo incentiva mais o executivo a aumentar o valor de mercado da empresa, pois a ação deve subir para que a opção esteja *in the money*. No entanto, quanto maior o preço de exercício, menor o valor da opção de acordo com a fórmula de Black-Scholes. Isso não chega a ser um problema, pois a intenção do executivo não é obter ganhos sobre a compra e venda de opções e sim exercê-las.

- Opções de ações reprecificáveis: diferem das opções de ações tradicionais, uma vez que a firma tem o direito de reduzir o preço de exercício de acordo com a queda do preço das ações no mercado à vista durante a vida da opção e vice-versa. As empresas usam-se desse tipo de opções de ações para reter seus executivos quando há uma queda generalizada dos preços das ações devido a fatores não controláveis por eles.²⁹
- Opções de ações indexadas: são opções que tem preço de exercício atrelado a um índice de mercado ou da indústria. A intenção do uso desse tipo de opção é separar o risco sistemático (aquele relacionado a fatores não controláveis pelo executivo) do risco não sistemático (aquele sobre o qual o executivo tem influência) embutido nos preços das ações, fazendo com que o executivo seja responsabilizado e avaliado de acordo com a variação das ações que foi influenciada por seu desempenho. Assim, se o índice da indústria usado como parâmetro de comparação obtiver um aumento de 20% e as ações da companhia em questão obtiverem um aumento de 25%, apenas a diferença será atribuída como decorrente do esforço do executivo em fazer a companhia apresentar, em média, um desempenho melhor que as concorrentes.
- Reload Stock Options: o executivo paga o preço de exercício das opções exercidas com ações da companhia que já tinham sido adquiridas anteriormente e que são avaliadas pelo preço no mercado à vista na data do exercício das opções. Uma vez que o executivo só exerce as opções se o preço à vista é maior que o preço de exercício, o número de ações oferecidas é menor que o número de opções exercidas. Em troca, o executivo recebe novas opções em número igual ao das ações oferecidas.

Estudos teóricos e empíricos sobre a distribuição de opções de ações a executivos reconhecem que as opções de ações tradicionais criam incentivos para executivos aumentarem os preços das ações, para aumentarem a volatilidade do retorno das ações e para reduzirem o *dividend yield* dessas ações. No entanto, esses estudos

²⁹ Apesar de relevante, esse propósito não está relacionado ao tema do trabalho.

também mostram que as opções de ações não tradicionais aumentam ainda mais esses incentivos.

Para se medir com precisão o incentivo que as opções de ações criam para cada executivo requer-se o conhecimento de como esses avaliam as opções de acordo com o preço, a volatilidade e o *dividend yield* das ações. Isso varia de acordo com a preferência pelo risco de cada um.

Como visto, as opções de ações reprecificáveis permitem a renegociação do preço de exercício conforme as oscilações dos valores de mercado das ações. Essa parece ser uma medida justa quando as opções distribuídas são do tipo opções de ações com prêmio. Caso contrário, a possibilidade de renegociação torna-se um desincentivo, pois o executivo passa a considerar que decisões ineficientes não serão punidas com queda em suas remunerações. Essa situação piora quando as opções não são do tipo opções de ações indexadas. Suponhamos que as ações da companhia caiam 10%, e se estabeleçam nesse novo patamar por determinado período, devido a uma má decisão de investimento. O mesmo executivo que tomou essa decisão possui opções de ações reprecificáveis, mas não com prêmio em relação ao preço de mercado.

Se o preço de exercício das opções é renegociado e se as opções já estivessem *in the money* antes da queda nos preços das ações, o executivo continuará com opções *in the money*, mesmo tendo cometido o erro de ter feito um mau investimento para a firma. Por exemplo, o executivo recebe as opções de ações reprecificáveis quando o preço das ações no mercado à vista era de \$10,00 o lote. Na semana seguinte, as ações sobem para \$11,00 e, portanto, encontram-se *in the money*. No entanto, um ano depois a empresa sofre perdas de participação de mercado e as ações se depreciam aproximadamente 20% para \$8,80, permanecendo nesse patamar por um longo período. Então, as opções dos executivos tornam-se *out of the money*. Como essas opções são reprecificáveis, se o ajuste no preço de exercício é de uma redução de 20%, ou seja, o mesmo nível de queda do preço das ações no mercado à vista, em relação aos \$10,00, o novo preço de exercício cai para \$8,00 e, portanto, as opções voltam a ser *in the money*.

Dessa forma, o sistema de incentivos atual só será eficiente se fizer com que o executivo ganhe quando a empresa apresente bons resultados e boas estratégias que proporcionem um crescimento sustentado de longo prazo, mas que também perca quando o resultado for ruim. Só assim, os instrumentos de incentivo conseguirão motivar o executivo a buscar sempre um bom desempenho.

4.1.2. Os Problemas do Monitoramento

O segundo conjunto de falhas que é identificado como causa dos problemas de agência que ainda persistem no mundo corporativo advém da ineficiência no sistema de monitoramento de executivos. A monitoração é função dos conselhos de administração, que devido a uma estrutura longe da ideal, ainda apresentam falhas que comprometem o bom funcionamento da firma.

Apesar da tendência de profissionalização dos conselhos de administração ainda há grande participação de membros da família fundadora, em se tratando de empresas familiares, membros da diretoria executiva ocupando cargos de diretores do conselho e muitos CEOs que também são presidentes dos conselhos .

Essa situação prejudica o desempenho do conselho quando de sua função de monitorar as decisões dos executivos, já que esses últimos acabam sendo monitorados por si mesmos e com isso, não são punidos quando tomam decisões erradas que prejudicam a empresa.

A função do conselho de determinar o nível de remuneração dos executivos também é prejudicada pelo fato de pessoas ligadas à companhia comporem o conselho de administração dela. Quando os beneficiados pela remuneração têm o dever de determinar os salários dos executivos e, por consequência, seus próprios salários, ocorrem os abusos que têm sido verificados nas corporações americanas. Conforme foi comentado anteriormente, os salários dos altos executivos têm permanecido em patamares elevados em relação aos dos empregados médios, mesmo com a significativa queda do valor de mercado das empresas nas bolsas de valores norte-americanas.

Dessa forma, a seguir, são listados alguns pontos que, se adotados, podem ajudar a promover melhoras nas práticas de governança corporativa da empresas.

4.1.2.1. Possíveis Melhorias

Dentre essas falhas, encontram-se algumas oportunidades de melhorias consideradas importantes para promover um maior nível de monitoramento por parte dos conselhos de administração e a conseqüente melhora nos níveis de governança corporativa praticada pelas empresas.

- **Estruturas multidivisionais para reforçar o monitoramento de baixo para cima, ou seja, aquele se inicia nos níveis mais baixos da hierarquia:**

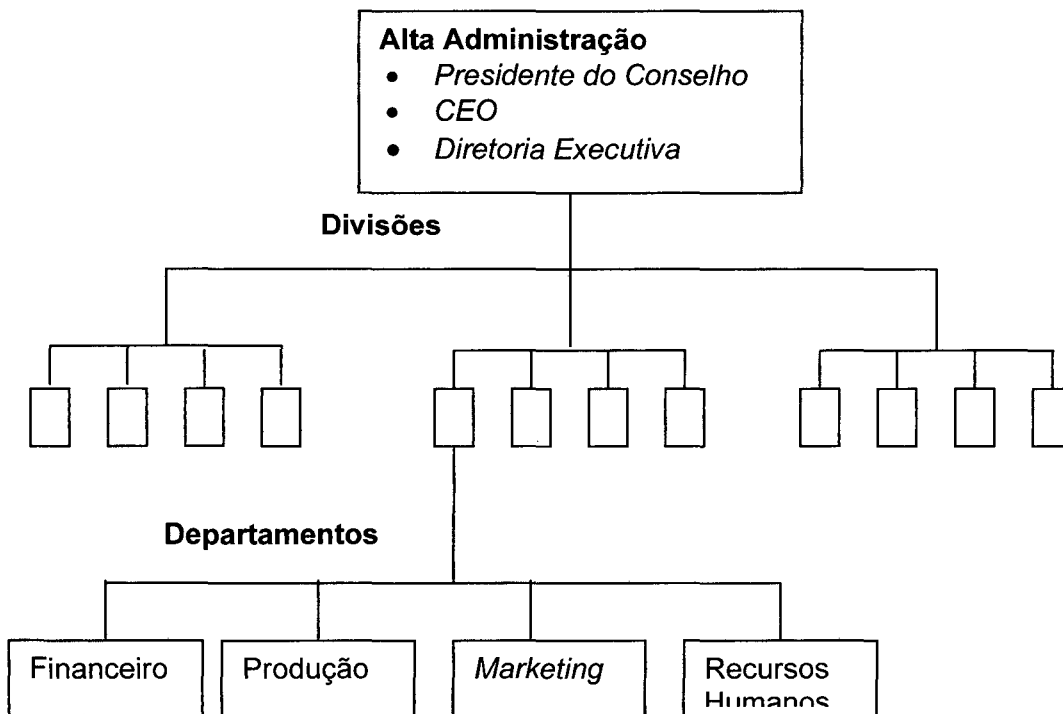
Funcionários da empresa monitorariam as ações dos executivos também. Como? Já que monitorar de cima para baixo tem tantos problemas, dar oportunidade para empregados exporem suas opiniões ou serem mais responsáveis por seus desempenhos pode ser uma alternativa.

Estruturas multidivisionais e mais horizontalizadas ajudam? A estrutura multidivisional organiza operações por linha de produtos, unidades de negócios, regiões ou tipo de cliente ao invés de funções ou tarefas. Além de auxiliar grandes empresas a coordenarem suas atividades em diversas regiões ou mercados diferentes, a estrutura multidivisional procura reduzir custos de agência por melhor permitir que se avaliem os empregados pelo desempenho. O fato dos indivíduos ganharem maior noção dos determinantes do resultado por acompanharem mais de perto todas as variáveis que formam o resultado como vendas, custos financiamentos e marketing, os faz se sentirem mais responsáveis pelos resultados, especialmente se recompensados por isso.

Empresas que utilizam estruturas multidivisionais têm suas áreas dispostas de forma a que acima da hierarquia das divisões, como uma divisão de alimentos em uma grande corporação que explora o mercado de soja, por exemplo, só haja os cargos da alta administração. Abaixo das divisões encontram-se todas os departamentos

necessários para o bom funcionamento das divisões como o financeiro, o de recursos humanos, entre outros.

FIGURA 1 – Estrutura Multidivisional



Fonte: COPELAND; KOLLER; MURRIN, 2000, p. 674

O poder decisório se altera com a estrutura multidivisional. Os gerentes de alto escalão tornam-se mais envolvidos com a estratégia de suas divisões, enquanto os gerentes das divisões passam a monitorar as atividades operacionais, pois eles são recompensados de acordo com o desempenho das divisões pelas quais são responsáveis. Dessa forma, o monitoramento atinge as camadas mais baixas da hierarquia, fazendo com que empregados dos níveis hierárquicos mais baixos tornem-se mais envolvidos nos processos da empresa como um todo e, com isso, tenham condições de identificar eventuais más gestões dos executivos.

- **Tornar os conselhos de administração mais independentes da administração da companhia:**

É verdadeiro que *ex-CEOs* têm conhecimento profundo do funcionamento da empresa e que pessoas contratadas para servirem exclusivamente ao conselho de administração podem entender pouco das atividades diárias do negócio e, portanto, contribuirão aquém do esperado pelo acionista. Porém, medidas como admitir em sua maioria indivíduos que não tenham nenhum vínculo empregatício com a empresa, nenhum grau de parentesco com altos executivos da empresa ou sejam amigos deles, proibir que o *CEO* seja também presidente do conselho de administração da empresa em que trabalha ou que *ex-executivos* sejam diretores do conselho, são essenciais para elevar o grau de eficiência dos serviços prestados pelos conselhos de administração.

Quanto maior a quantidade de membros no conselho que são eleitos exclusivamente para servi-lo, melhor poderá ser o resultado do monitoramento. Pessoas de fora não se sentiriam constrangidas em se opor às decisões dos executivos.

Além disso, com maior independência dos conselhos de administração, o fluxo de informação dentro da empresa melhora devido ao fato que se seus empregados têm confiança que seus conselheiros sejam realmente independentes e honestos quanto a trabalharem para que os administradores desempenhem suas funções com eficiência, os conselheiros receberão mais informações acerca de possíveis problemas identificados por empregados em relação à qualidade da administração. Isso melhora ainda mais o resultado pretendido com a adoção de estruturas multidivisionais proposta anteriormente.

Na Europa, América Latina e principalmente nos EUA, o mercado tem atentado para a necessidade dos conselhos de administração de suas empresas se tornarem mais independentes. Nos EUA, apenas 41,5% das empresas *Fortune* 1000 promovem encontros de seus conselhos sem a presença do *CEO*, - medida que demonstra independência do conselho - sendo que 73% destas empresas acreditam que a

prática de excluir o *CEO* dos encontros regulares dos conselhos de administração seja necessária.

No Japão, os conselhos de administração são compostos preferencialmente por pessoas ligadas à empresa. Mais de 90% (MONKS; MINOW, 1995) dos membros dos conselhos de administração das empresas japonesas são funcionários delas. Existe no país uma intervenção governamental dominada pelo Ministério da Finança japonês (*Japanese Ministry of Finance* – MOF) que mantém controle regulatório sobre os negócios das empresas quanto as suas atividades industriais e fluxos de capitais. Os acionistas são passivos e têm pouca influência sobre as decisões das firmas e, geralmente, são os credores e os parceiros comerciais que primeiramente tem conhecimento sobre as atividades da empresa. Essa situação tem causado sérios problemas de agência também para as empresas japonesas.

Proibir que ex - executivos de uma empresa sejam presidentes ou diretores do conselho de administração da mesma tem efeito direto sobre os incentivos para que os agentes procurem maximizar o valor da companhia. Indivíduos que ainda tem vínculo empregatício com a empresa, como o caso de *CEOs* que também são presidentes do conselho ou diretores da empresa que também ocupam cargos de diretores do conselho, ou que já tiveram vínculo empregatício com a empresa em algum momento, como o caso de diretores que se aposentam e passam a ocupar cargos no conselho ou o próprio *CEO* que é deslocado desse posto para o de presidente do conselho, possuem baixo incentivo para motivar os Agentes a agirem em busca da maximização do valor da empresa.

A proibição de que ex - executivos ocupem cargos no conselho de administração de suas antigas empregadoras tem o intuito de amenizar os efeitos do sentimento de lealdade do ex - executivo para com a companhia pelo tempo em que a serviu e desfrutou da remuneração oferecida por ela. Esse sentimento de lealdade o impede de tomar as decisões corretas para a firma, pois faz com que ex - executivos procurem não se opor às decisões da empresa, prejudicando a tomada de decisões ótimas para a firma.

Impedir que o *CEO* ocupe também o cargo de presidente do conselho constitui-se uma mudança essencial para o aprimoramento e a profissionalização dos conselhos de administração. Um *CEO* que tem a função de monitorar suas próprias decisões e avaliar sua própria performance acaba por não fazê-lo. Adicionalmente, manter as duas posições exercidas por uma mesma pessoa cria oportunidade para que o *CEO* manipule o conselho, já que o presidente do conselho é quem controla todas as decisões do órgão.

O membro do conselho não deve ter nenhuma ligação com a empresa ou com os empregados da empresa, principalmente com o *CEO*, ou parceiros comerciais como fornecedores ou clientes, a não ser participar do conselho. Levando ao limite, isso significa que os acionistas estariam contratando alguém exclusivamente para ser diretor do conselho de administração. Seria uma nova profissão ou carreira e não apenas o exercício de atividades paralelas.

Todos os benefícios apontados por essas mudanças se sobrepõem ao fato de que ter as duas posições ocupadas por pessoas diferentes aumenta a assimetria de informação que gera os conflitos de interesse.

- **Fazer com que o acionista tenha participação ativa na indicação e votação de novos membros do conselho de administração:**

Geralmente é o presidente do conselho que indica os diretores do conselho, ou seja, as contratações são feitas através de recomendações suas, apesar de existir um comitê de nomeação. A situação piora quando o *CEO* também tem a função de presidente do conselho de administração, uma vez que a diretoria acaba sendo constituída por pessoas de confiança do presidente do conselho e que podem atender os seus interesses em detrimento dos interesses da companhia e, conseqüentemente, dos acionistas.

Toda empresa que zela pela governança corporativa deveria ter um comitê de sucessão de executivos. O processo de escolha dos membros do conselho de administração deve ser transparente no sentido de mostrar a todos os acionistas que as decisões administrativas são monitoradas e as estratégias, delineadas por

profissionais com conhecimentos profundos em assuntos como estratégia corporativa, tecnologia, finanças, legais, além de possuir informações de mercados internacional e doméstico, dos consumidores e concorrentes, entre outros.

Na seleção de conselheiros é importante que eles tenham um entendimento da indústria na qual a empresa a que servem está inserida, além de se adequarem a uma seleção de conhecimentos os quais devem ter para auxiliar o executivo a delinear a estratégia para a empresa. Por exemplo, os bancos devem ter em seus conselhos de administração membros que entendam do mercado bancário, de tecnologia, de mercados financeiros internacionais, de legislação bancária e de mercado de capitais, entre outros.

- **Determinar qual a responsabilidade efetiva dos membros Conselho de administração, qual a sua missão na empresa:**

Determinar claramente quais são as funções do conselho de administração e as dos executivos diminui o conflito de interesse entre os dois. O executivo precisa ter em mente que a sua função é a de tomar decisões e administrar a execução de tarefas na empresa para fazer com que as estratégias delineadas pelo conselho de administração sejam efetivamente seguidas. O executivo também deve saber que as suas decisões estão sendo monitoradas de perto e com eficiência pelos membros do conselho de administração e, portanto, o seu desempenho está sendo avaliado através do resultado operacional e geração de caixa da empresa, que impactam os preços das ações da companhia.

A responsabilidade do conselheiro também deve ser bem definida e clara, o que, na maioria das vezes não acontece. Geralmente, as funções dos conselheiros e dos executivos se misturam, principalmente devido ao fato que muitas vezes a mesma pessoa ocupa essas duas posições. Determinar como a empresa deve ser administrada constitui-se uma tarefa do executivo; o conselheiro deve avaliar se o executivo está administrando bem a companhia. A grande dificuldade de fazer com que o conselheiro desempenhe bem o seu papel se dá pelo fato de que ele deve monitorar o executivo sem poder se envolver demais na administração da empresa.

A separação e definição clara das atividades dos conselhos e da administração, além de aumentar a eficiência das duas partes – muito mais por parte dos conselhos, pois esse deixará de atender aos interesses dos executivos e se concentrará em desempenhar suas funções de monitoramento e elaboração de diretrizes estratégicas - mantém a motivação para ambos desempenharem seus papéis.

- **Definir qual o desempenho dos membros do conselho de administração que pode ser avaliado e remunerá-los de acordo com esse desempenho de suas funções:**

Segundo pesquisa da *Korn/Ferry*³⁰, 37% dos conselhos de administração avaliam formalmente seu desempenho geral, enquanto apenas 21% realizam avaliação individual dos desempenhos dos conselheiros. Para aumentarem esses índices, as empresas devem se apoiar em um sistema eficiente que permita a avaliação do desempenho dos conselheiros.

Muito se comenta acerca da remuneração dos executivos e qual o melhor sistema que os incentiva a agirem de acordo com os interesses dos acionistas. A ênfase, até pouco tempo atrás, se concentrava no incentivo e avaliação do executivo, o que não deixa de ser importante, pois ainda é passível de aprimoramento. No entanto, pouco se fala acerca da remuneração dos membros dos conselhos de administração. Deve-se ter em mente que o conselheiro também precisa ser incentivado a desempenhar suas funções eficientemente.

É importante enfatizar a necessidade de que os conselheiros dediquem mais tempo e esforço aos conselhos de administração ao qual servem. Os incentivos para fazê-los reservarem maior período de tempo para realizarem suas tarefas devem ser praticamente os mesmos que se concede aos executivos. Os conselheiros também são agentes e têm a árdua tarefa de supervisionarem as decisões dos executivos e de coibirem atitudes prejudiciais à firma.

³⁰ *FORTUNE 1000 Board Directors Reveal Gaps in Corporate Governance: Necessary Changes seen as Long Term Process. Press Releases, New York, 17 Oct. 2002*

Uma vez definidas em pormenores as funções dos conselheiros de monitoramento, eleição e remuneração de executivos e revisão e aprovação de planos e estratégias, ou seja, como os conselheiros devem agir para desempenharem suas funções com eficiência, os membros do conselho de administração devem ser remunerados tendo-se como base o desempenho dessas funções. A recompensa dos membros do conselho deve estar relacionada ao seu próprio desempenho como membro do conselho de administração. O que deve ficar claro é que o membro do conselho deve assegurar que os executivos administrem a empresa eficientemente, e a tarefa de monitorar as decisões dos executivos é de suma importância para isso. Porém, essa afirmação é muito generalista. Então, quais seriam os parâmetros a serem avaliados?

Há uma dificuldade em se adotar parâmetros que diferem dos usados para se avaliar o desempenho dos executivos como o resultado da companhia e a variação dos preços das ações da companhia. Afirmar-se que o conselheiro deve ser recompensado por ter monitorado as decisões do executivo leva a analisar quais são as medidas que determinam o ato do monitoramento e como avaliar se essa função foi desempenhada com eficiência.

O que se conclui é que o conselheiro desempenhou bem essa função se o executivo conseguiu fazer com que a empresa atingisse os objetivos antes traçados fazendo-a crescer o montante almejado. Isso significa que voltamos aos parâmetros usados para avaliar o desempenho dos executivos, o que resulta termos pouco progresso na discussão de como remunerar os conselheiros.

Se o executivo tomou as decisões estratégicas corretas, decisões essas aprovadas pelos membros do conselho, o que resultou em bons resultados para a empresa; se a política de redução ou aumento da distribuição de dividendos, também aprovada pelo conselho, foi acertada no sentido de aproveitar os projetos de investimentos disponíveis ou se a política de financiamento, também votada e aprovada pelo conselho foi acertada no sentido de trazer a melhor composição dívida/patrimônio para a empresa, há a implicação que o conselho de administração foi bem sucedido em incentivar os executivos a tomarem as decisões corretas e monitorá-los.

Por outro lado, uma vez que todas as decisões foram tomadas com a anuência e aprovação dos conselheiros, se o resultado dessas decisões não é satisfatório, o conselheiro também deve ser punido com menor remuneração.

A formação de um conselho mais independente resulta num aumento da probabilidade de ocorrerem conflitos entre os conselheiros e os executivos. A separação entre conselho e administração da empresa pode afastar ainda mais os interesses dos executivos e dos acionistas. Aqui, não se trata de um conflito entre agente e principal e sim, um possível conflito entre agente, os executivos, e agente, os conselheiros. Isso ocorreria, uma vez que os membros dos conselhos de administração são dependentes dos executivos quanto a obterem informações sobre o que está acontecendo com os negócios da empresa.

Apesar dos conselheiros não deverem se envolver no dia-a-dia das operações da empresa, eles precisam obter as informações corretas rapidamente para auxiliarem os executivos a tomarem as melhores decisões para valorizar a firma. Caso isso não ocorra, o desempenho do conselho e dos executivos pode estar comprometido. Aumentar o monitoramento não acaba com a assimetria de informação e resulta na necessidade de se agir sobre os incentivos.

O importante na relação entre os conselhos de administração e os executivos é que os conselheiros devem alertar os executivos para o que está acontecendo com as empresas e a economia aos seus redores. Além disso, o conselheiro deve monitorar e coibir atitudes oportunistas por parte dos executivos e, principalmente, fazê-los seguirem as leis que regem a ética e as práticas corporativas, através da aprovação das divulgações de demonstrativos de resultados que espelham a realidade e auditados de forma honesta e incentivá-los a tomarem as decisões ótimas para a firma através de uma remuneração que espelha seus desempenhos.

- **Eleger conselheiros que devam maior tempo para a empresa:**

O fato dos conselheiros não devotarem tempo suficiente para desempenharem suas funções nos conselhos de administração intensifica a dificuldade de monitoramento dos executivos. Isso acontece porque, na maioria das vezes, os conselheiros atuam

em conselhos de diversas empresas ao mesmo tempo ou desempenham diversas atividades diferentes, sendo, em muitos casos, a de conselheiro, uma atividade secundária em importância.

Ainda segundo o estudo da *Korn/Ferry*, os diretores do Conselho de administração gastaram em média 183 horas anuais par assuntos relacionados ao Conselho, o que representa uma média mensal de 15 horas. No entanto, apesar de parecer uma média razoável, analisando-se com mais profundidade esse número, vemos que ele é resultado do fato de que a maioria das empresas ainda têm conselhos compostos por membros internos da companhia.

- **Ampliar a pulverização de ações para preservar os direitos dos acionistas;**

No início do trabalho foi discutido o fato da estrutura de capital aumentar a distância entre agente e principal quando as empresas são abertas. Nesse caso, limitar a pulverização das ações traz benefícios no sentido de reduzir o número de acionistas o que, além de diminuir os conflitos, permite o aumento do nível de monitoramento, já que quanto maior a participação do acionista no capital da empresa, maior o incentivo para vigiar as decisões dos agentes.

Por outro lado, é interessante analisar o porquê das empresas tornarem-se abertas através do lançamento de ações no mercado de capitais. As empresas abrem o capital como alternativa para obterem recursos para seus investimentos. Os investidores subscrevem ações dessas empresas para diversificarem suas carteiras de investimentos. Investidores avessos ao risco procuram alocar seus ativos em carteiras que aplicam em renda fixa. Já, investidores amantes do risco buscam alocar seus recursos em carteiras que, pelo menos em parte, apliquem em renda variável, ou seja, que apesar de um risco mais elevado que no caso anterior, permitem uma expectativa de ganho superior à taxa livre de risco.

Com isso, o mercado de capitais é uma importante fonte de financiamento e a alternativa de redução da pulverização de ações não seria benéfica. Ser acionista de uma empresa significa ser dono se uma parte dela, ou seja, é implícita a noção de propriedade e, a isto, se atribuem direitos e deveres dos acionistas para com a

companhia. A idéia de se diminuir a pulverização de ações para amenizar problemas de agência acaba por ferir o principal direito do acionista que é o de poder transferir sua propriedade (MONKS; MINOW, 1995, p.99) para outro indivíduo através da venda das suas ações. A redução do número de acionistas reduz substancialmente a liquidez das ações nas bolsas de valores e, portanto, torna difícil, e às vezes impossível, a transferência, a não ser que o detentor das ações aceite vendê-las por um preço muito abaixo do que vinha sendo negociado.

Em países cuja concentração do controle de empresas é maior, mais fraco é o sistema de proteção ao acionista (LA PORTA et al, 2000. p. 14). Nesses países, grande parte das empresas abertas é familiar, ou seja, controladas pela família do fundador. A concentração do capital acionário das empresas acaba com o principal benefício que o mercado de ações fornece aos investidores, que é permitir a diversificação do risco. Além disso, há uma redução na liquidez das ações. Ações ilíquidas perdem o atrativo para aqueles investidores ativos na gestão de suas carteiras. Dessa forma, a empresa é prejudicada quando necessita levantar capital no mercado acionário tanto pelo preço de suas ações que cai conforme a escassez de demanda quanto pela própria falta de demanda devido à baixa atratividade dos papéis.

Limitar a pulverização do controle acionário das empresas apresenta as vantagens e desvantagens descritas acima, mas as desvantagens são maiores e causariam conseqüências ao mercado. Se por um lado diminuísse os problemas de agência, por outro, reduziria as alternativas para os investidores diversificarem seus riscos na alocação de ativos. Portanto, os custos seriam maiores que os benefícios. Há alternativas a serem exploradas, que serão explicadas a seguir, que terão efeitos mais efetivos na tentativa de redução dos conflitos entre agentes e principal.

4.2.A Governança Corporativa no Brasil

No Brasil, a questão da governança corporativa também tem sido bastante salientada nos últimos tempos. As empresas locais dispõem de um código com as melhores práticas de Governança elaborado pelo IBCG (Instituto Brasileiro de governança corporativa) em Maio de 1999. Além disso, tem-se procurado reforçar as

práticas de governança através de medidas como a Introdução pela Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA- de um índice dividido em três níveis onde estão inseridas empresas que adotam princípios diferenciados de governança.

4.2.1. O Código das Melhores Práticas de Governança

O principal objetivo do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa elaborado pelo IBCG é mostrar os meios através dos quais todos os tipos de empresas sejam elas sociedades por ações de capital aberto ou fechado, limitadas ou sociedades civis, possam melhorar seus desempenhos e obter maior acesso ao capital de investidores e credores. Para isso, segundo o código, as empresas devem apresentar elevados níveis de transparência na divulgação de suas informações, os agentes de governança corporativa, que são os conselhos de administração, a diretoria executiva, os auditores independentes e o conselho fiscal devem prestar contas de suas atividades a quem os elegeu ou escolheu.

4.2.2. Níveis Diferenciados de Governança Corporativa

A crescente preocupação das entidades do mercado de capitais brasileiro com as práticas de governança e de transparência oferecidas pelas empresas aos seus acionistas fez com que a Bovespa – Bolsa de Valores de São Paulo introduzisse níveis diferenciados de governança corporativa para empresas brasileiras.

A Bovespa define como “Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa” um conjunto de normas de conduta para empresas, controladores e administradores que melhoram as condições da empresa a aumentar seu valor de mercado. A adesão a essas práticas distingue a companhia como Nível 1 ou Nível 2 de Governança Corporativa e Novo Mercado, dependendo do grau de compromisso assumido pela empresa.

As companhias que obtém o Nível 1 se comprometem, principalmente, com melhorias na prestação de informações ao mercado e com a desconcentração

acionária. Para obterem o Nível 1 de governança corporativa as empresas devem seguir determinadas regras, dentre as quais destacam-se:

- Manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% do capital;
- Melhoria nas informações prestadas trimestralmente aos acionistas;
- Cumprimento de regras de transparência em operações envolvendo ativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa;
- Divulgação de acordos de acionistas e programas de Opções de ações;

Para a classificação como Companhia Nível 2, além da aceitação das obrigações contidas no Nível 1, as empresas devem adotar outros critérios, dos quais destacam-se:

- Mandato unificado de 1 ano para todo o conselho de administração;
- Disponibilização de balanço anual seguindo as normas de acordo com o *US GAAP*³¹;
- 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;
- 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;
- 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;

³¹ *United States Generally Accepted Accounting Principles (US GAAP)*. São as práticas contábeis usadas no mercado norte-americano. É mais apropriado que as normas contábeis brasileiras, pois exige a divulgação do fluxo de caixa e de resultados puramente operacionais, entre outras normas que aumentam a transparência na divulgação de informações aos acionistas.

- Adesão à Câmara de Arbitragem (BOVESPA, 2003) para resolução de conflitos societários.

Todas essas regras estão consolidadas em um Regulamento de Listagem, cuja adesão é voluntária. Os compromissos assumidos pela companhia, seus controladores e seus administradores são firmados em contrato entre essas partes e a BOVESPA.

Por fim, o Novo Mercado consiste num terceiro segmento de listagem destinado à negociação de ações emitidas por empresas que se comprometem, voluntariamente, com a adoção de práticas de governança corporativa e de transparência, adicionais aos dois níveis anteriores.

A entrada de uma empresa no Novo Mercado significa a adesão a um conjunto de regras societárias, genericamente chamado de "boas práticas de governança corporativa". Essas regras ampliam os direitos dos acionistas, melhoram a qualidade das informações usualmente prestadas pelas companhias e diferem dos Níveis 1 e 2 de Governança corporativa devido ao fato de proibir-se a emissão de ações preferenciais pela empresa, de manter-se em circulação de uma parcela mínima de ações representando 25% do capital e de estender-se para todos os acionistas – e não só aos detentores de ações ordinárias - as mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia.

No entanto, como pode ser verificado no Quadro 1, poucas empresas brasileiras aderiram aos níveis de governança corporativa sugeridos pela Bovespa. Os principais pontos para a dificuldade de se ter empresas listas no Nível 2 e Novo Mercado o fato de que, no Nível 2, a exigência de extensão quando da venda do controle da companhia torna muito cara a venda do controle da empresa. Se o controle é vendido por um preço com ágio, 100% desse preço deverá ser pago aos detentores de ações ordinárias e 70% dele, aos detentores de ações preferenciais.

No Novo Mercado, o nível de adesão ainda é menor, uma vez que, além da exigência descrita acima ser estendida que faz com que, ao invés dos preferencialistas receberem apenas 70% do preço com ágio, eles passem a receber 100% desse preço, há a exigência do capital acionário ser composto somente por ações ordinárias, o que representaria uma grande reforma na composição do capital

das empresas brasileiras. Nessas, as ações ordinárias estão concentradas nas mãos dos controladores e aos acionistas minoritários são distribuídas, na sua maioria, ações preferenciais. Isto se deve ao fato da própria natureza dos direitos que são concedidos aos detentores de cada tipo de ação.

Quadro 1 – Empresas nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa

Nível 1	Nível 2	Novo Mercado
Aracruz Celulose S/A	Centrais Elétricas de Santa Catarina	Cia de Concessões Rodoviárias
Banco Itaú S/A		Sabesp S/A
Banco Bradesco S/A	Marcopolo S/A	
Bradespar S/A	NET Serviços de Com. S/A	
Brasil Telecom Participações S/A		
Brasil Telecom S/A		
Braskem S/A		
Cemig		
Cia. Hering		
Gerdau S/A		
Banco Itaú Holding Financeira S/A		
Itausa Investimentos Itaú S/A		
Klabin S/A		
Mangels Industrial S/A		
Cia Brasileira de Distribuição		
Perdigão S/A		
Randon Participações S/A		
Ripasa S/A Celulose e Papel		
Rossi Residencial S/A		
Sadia S/A		
Cia Suzano de Papel e Celulose		
Cia transmissão Energia Elétrica Paulista		
Unibanco S/A e Unibanco Holdings S/A		
Votorantim Celulose e Papel S/A		
Vigor S/A		
Weg S/A		

Fonte: Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA. Companhias Listadas. Disponível em <www.bovespa.com.br>. Acesso em 06 Jun. 2003

No Brasil, diferentemente dos EUA onde as ações preferenciais funcionam como se fossem recibos de dívida contraída pela empresa ³², as ações preferenciais têm maior liquidez e são as mais procuradas pelos investidores. Já, as ações ordinárias de empresas brasileiras com ações negociadas em bolsas de valores têm baixa liquidez e estão concentradas em poder dos proprietários das empresas. A noção de propriedade no Brasil, quando se diz respeito ao capital acionário, ainda está muito relacionada à maioria de ações. O controlador deseja ter no mínimo, a maioria das ações ordinárias em seu poder, reservando a liquidez das ações para as ações preferenciais, que não dão direito de voto ao acionista.

Se, no Brasil, a discussão dos direitos dos acionistas minoritários ainda é destaque devido às ineficiências existentes no mercado acionário brasileiro, e inexistentes em países desenvolvidos, ainda tem um longo caminho para se chegar a discutir as melhorias propostas por esse trabalho nos sistemas de incentivos e monitoramento. O debate sobre a composição dos conselhos de administração ou a distribuição de opções de ações nas empresas brasileiras ainda é incipiente no país.

Uma boa solução seria o mercado acionário brasileiro crescer e se desenvolver, desconcentrando o capital acionário das empresas e assegurando os direitos dos acionistas minoritários, problemas que os países desenvolvidos não enfrentam mais, ao mesmo tempo em que procura sistemas de incentivos e monitoramento já aprimorados por esses países.

³² Apesar das ações preferenciais nos EUA concederem os mesmos direitos que as ações preferenciais no Brasil, ou seja, pagam dividendos a uma taxa dos lucros líquidos determinada pela empresa e têm preferência sobre as ações ordinárias no pagamento de dividendos e na liquidação da empresa, nos EUA, as ações preferenciais são pouco procuradas e o investidor deseja é ter direito de voto na empresa.

5. A ÉTICA NOS NEGÓCIOS

Os recentes escândalos administrativos envolvendo a *Enron*, *WorldCom* e outras empresas mostraram que operações ilícitas eram efetuadas sem que os relatórios contábeis indicassem a verdadeira situação financeira, econômica e estrutural dessas empresas. Com isso, vale analisar o porquê de executivos bem sucedidos e com remunerações extremamente altas chegarem a ponto de trapacearem. Logicamente, eles tomaram essas decisões para obter ganhos. Porém, também é válido analisar outras razões que fazem com que muitos outros agentes não trapaceiem.

Considerando-se que nem todas as pessoas são totalmente más ou totalmente boas (MILGROM; ROBERTS, 1992, p. 251), algumas são levadas a trapacear pelas circunstâncias. Essas circunstâncias surgem não só quando há oportunidades de ganho, mas também quando diminui a probabilidade de serem pegas trapaceando. Quando muitas trapaças passam incólumes na firma, há incentivo para que mais empregados trapaceiem. Por outro lado, por que muitos agentes não trapaceiam?

A ética é o estudo da responsabilidade moral do indivíduo. (MILLER, 1992, p. 117) A teoria econômica não considera a responsabilidade moral em suas premissas. Na verdade, para a economia, a premissa comportamental dos indivíduos considera que eles agirão buscando sempre o benefício próprio e são levados a tomar decisões para maximizarem seus resultados. Dessa forma, os agentes econômicos são éticos e honestos quando tomam decisões para suas empresas porque desejam manter uma boa reputação. As empresas também são éticas para manter a boa reputação, pois isso lhes traz benefícios. Empresas éticas são aquelas que se preocupam com sua reputação e esse fato sinaliza ao mercado que ela age corretamente no sentido de prover segurança aos seus funcionários, respeitar leis trabalhistas, ambientais e principalmente, se preocupar com o bem-estar e seu consumidor no sentido de oferecer-lhe sempre um produto ou serviço com a qualidade condizente com o preço cobrado.

Comparando-se a empresa com o indivíduo, quem mais tem a perder com a reputação é a empresa. Suas estratégias e decisões são mais visíveis, pois atingem seu mercado consumidor, as relações com seus clientes, fornecedores, parceiros comerciais, mercados financeiros e a economia do país. O efeito de má reputação para a empresa é o seu desaparecimento do mercado enquanto para o indivíduo, os efeitos são mais brandos. Tomar decisões erradas ou trapacear a sua empresa não chega a aniquilar a carreira do indivíduo. Ele pode aceitar trabalhar em cargos menos importantes em outras empresas. Foi o que aconteceu com a *Enron*, por exemplo. A empresa foi fechada devido aos escândalos enquanto que os executivos responsáveis pela falência da empresa apenas perderam seus empregos e viram seus nomes divulgados na imprensa. É claro que isso afetará negativamente suas reputações, mas eles ainda têm chance de reconstruí-las.

Além disso, a empresa possui tempo de vida que pode ser considerado como infinito, já que ela é fundada sem uma data pré-determinada para fechar, possui maior frequência de transações e também maiores oportunidades de obter lucro. Já, o agente tem o horizonte limitado ao tempo de vida de sua carreira. A frequência com que ocorrem as transações para os indivíduos também é menor que a da empresa. Essa idéia, aliás, explica em parte, o porquê de alguns executivos que ganham remunerações tão elevadas ainda, muitas vezes, agirem com oportunismo ou desonestidade e não tomarem as decisões ótimas para a firma.

Um indivíduo é chamado de executivo somente quando atinge um nível alto de gerenciamento e passa a ser responsável pelas diretrizes estratégicas da empresa. Com isso, o seu horizonte, contando-se do momento em que se torna um executivo até se aposentar, é curto. Para um *CEO* esse horizonte é ainda menor, pois ele já atingiu o topo da hierarquia de poder em sua empresa. Assim, se ele trapacear, o custo de uma má reputação é menor que para um outro empregado de nível hierárquico mais baixo, ou seja, o retorno de manter uma boa reputação é pequeno a ponto de não ser suficiente para incentivar o executivo a mantê-la.

O horizonte de vida profissional do indivíduo pode ser relacionado com o número de transações³³ que ele faz com a empresa. Em cada transação, o agente tomaria a decisão ótima sob a ótica da firma e não trapacearia com o objetivo de preservar a ocorrência de transações futuras e manter sua reputação de honestidade. Num mundo de contratos incompletos, a confiança é crucial para a realização de várias transações. Se a má reputação limita possibilidades futuras de transações lucrativas, o executivo pensará duas vezes antes de ser oportunista. Má reputação é um custo que se opõe aos ganhos de curto prazo provindos de comportamentos oportunistas.

A teoria dos jogos³⁴ (PINDYCK; RUBINFELD, 2002, p. 440) ajudará no esclarecimento de como o horizonte e o número de transações afeta o comportamento do agente.

Um exemplo importante da teoria dos jogos é o dilema dos prisioneiros (PINDYCK; RUBINFELD, 2002, p. 443) onde dois prisioneiros devem decidir separadamente se confessarão ou não um crime. Se um dos prisioneiros confessa e o outro não, o que confessou receberá uma pena de prisão menor que o outro que não confessou. Se os dois não confessarem, receberão uma pena mais branda do que se ambos confessarem. Como nenhum dos dois prisioneiros se conversa, não há possibilidade de cooperação e, portanto, o equilíbrio se dará com a situação em que ambos confessam, mesmo que, com isso, recebam penas de prisão maiores do que se não tivessem confessado. Caso eles pudessem cooperar e confiar no cumprimento da decisão do outro, ambos escolheriam não confessar. Esse resultado ocorre devido ao fato de que o dilema dos prisioneiros está relacionado a jogos de uma única rodada, ou não repetitivos. Nesses jogos, não há possibilidade de cooperação.

Por outro lado, em jogos repetitivos, os jogadores desenvolvem reputação sobre seus comportamentos e podem estudar os atos de seus oponentes. Com o desenvolvimento de boa reputação, o jogador possibilita a ocorrência de cooperação. Se os jogadores cooperam entre si, as transações ocorrem com mais

³³ Transação aqui representa cada decisão que o agente toma enquanto trabalha para determinada firma.

³⁴ O objetivo principal dessa teoria é determinar a estratégia ótima que maximiza o resultado esperado para cada participante ou jogador. É pressuposto que os jogadores são racionais, ou seja, que tomam decisões sempre considerando as consequências de suas ações.

frequência e o relacionamento perdura por mais tempo. Assim, a reputação só é válida para os jogos de várias rodadas.

Considerando-se que os jogadores são o agente e o principal, em transações que só ocorrem uma vez, ou analogamente, jogos de uma única rodada, o agente pode trapacear, pois, devido ao fato da relação ser curta, o agente pode não se importar com sua reputação e buscar o maior lucro possível com a transação. Os valores na Tab. 1 mostram os resultados para cada combinação de estratégia. Por exemplo, considerando-se que o agente pode trapacear (T) ou não (NT) e o principal pode confiar no agente (C) ou não (NC), em transações que só ocorrem uma vez, observamos na tabela que, se o principal não confiar no agente, tendo em mente que o agente busca maximizar seu resultado no curto prazo (1 rodada) e, portanto ele trapaceará, não haverá transação e os resultados para ambos é zero. Já, caso o principal confie no agente, acreditando que ele buscará sempre o melhor resultado para a firma, mas o agente não corresponda a sua expectativa e trapaceie, esse último obterá um ganho de \$2 Mil, enquanto o principal perderá \$1 Mil.

Tabela 1: Teoria dos Jogos: resultados (em \$ Mil) esperados de relação Agente - principal

	Agente	
	Não Trapacear (NT)	Trapacear (T)
Principal		
Confiar (C)	1,1	-1,2
Não Confiar (NC)	0,0	0,0

Por outro lado, em jogos repetitivos, as transações ocorrem diversas vezes. Nesse caso, o agente que está preocupado com sua reputação preferirá não trapacear e corresponder à confiança que o principal depositou nele. Nessa situação, tanto o agente quanto o principal ganham \$1 Mil. Esse resultado representa o Equilíbrio de Nash (PINDYCK; RUBINFELD, 2002, p. 440), onde nenhuma parte ganha em desviar sua decisão do comportamento esperado. No equilíbrio, os jogadores conseguem maximizar seus resultados tendo em vista o que o outro jogador decidirá.

A solução para os jogos de uma única rodada é diferente da solução para os de várias rodadas, pois, com a repetição infinita dos jogos, o ganho esperado com a cooperação é maior do que o ganho esperado de quando não há cooperação. As estratégias provenientes da existência de cooperação são disponíveis para jogos repetitivos e não são disponíveis para jogos de uma única rodada. (MILLER, 1992, p. 122).

No caso de *CEOs*, comportamentos ruins podem ser relacionados com o efeito do final do jogo na Teoria dos Jogos (MILGROM; ROBERTS, 1992, p.266). Já que os *CEOs* podem se considerar no fim de suas carreiras, a visibilidade do fim do jogo torna-se mais próxima. É claro que o executivo não saberá exatamente o dia em que encerrará sua carreira, mas, se o ato de trapacear torna-se mais lucrativo que o de honrar seu contrato de trabalho, ele poderá trapacear e incorrer em ganho, pois seu horizonte de transação é curto.

Por fim, a ética empresarial, de um ponto de vista econômico, está correlacionada com o grau de importância que o executivo atribui a sua reputação. Quanto mais ele quiser preservar sua reputação, mais ele agirá com honestidade e ética.

6. CONCLUSÃO

As conclusões desse trabalho são que a relação agente - principal pode apresentar melhorias através de uma reestruturação dos sistemas de incentivos concedidos aos executivos e dos sistemas de monitoramento. A excessiva exposição ao risco provocada por agentes que não sofrem as consequências de seus atos, quando esses atos prejudicam a saúde financeira da empresa, ocorre devido a ineficiências desses sistemas.

O sistema de incentivos é o principal meio de redução dos problemas de agência, já que um bom incentivo substitui a necessidade de sistemas complexos de monitoração. A expressão popular: “É melhor prevenir que remediar”, também vale para o mundo corporativo.

No entanto, ainda existem algumas resistências para as mudanças necessárias nos sistemas de incentivos. Por exemplo, propostas de acionistas de transformar as opções de ações distribuídas aos executivos em opções de ações indexadas são vigorosamente rejeitadas pelos conselhos de administração. Talvez, um dos motivos seja o fato de que muitos *CEOs* ainda ocupam o cargo de presidentes dos conselhos de administração de suas companhias e, portanto, eles acabam decidindo qual o sistema de remuneração a ser concedido a eles mesmos. Como as opções indexadas podem dificultar as oportunidades de ganho quando do exercício de suas opções de ações, os executivos precisam fazer com que a empresa apresente um desempenho melhor que o de seus concorrentes para que suas opções permaneçam *in the money*, e, portanto, acabam decidindo em nome do conselho, não aprovar a emissão de opções indexadas.

As opções reprecificáveis são mais aceitas pelo mercado, mas não se constituem no melhor tipo de opções quando o intuito é fazer os agentes buscarem a valorização de mercado da firma. As opções de ações dos tipos com prêmio, indexadas, compradas e relacionadas ao desempenho são as melhores alternativas para fazer com que os executivos ganhem quando ajudam a melhorar o desempenho da firma, mas que também percam quando forem responsáveis por desempenhos ruins.

A maneira como as opções são distribuídas aos agentes também deve passar por uma reformulação. Atualmente elas são oferecidas sem que os executivos tenham que pagar por elas. Essa situação aumenta a possibilidade dos agentes agirem oportunamente. Distribuir opções de ações compradas ou fazer com que os executivos tenham que adquirir opções com o bônus recebido pela empresa é uma boa maneira de incentivá-los a buscar o interesse dos acionistas e não seus próprios interesses.

O sistema de monitoramento também apresenta imperfeições que devem ser eliminadas para melhorar a relação agente-principal. O principal problema reside no fato dos conselhos de administração não desempenharem suas funções como deveriam, uma vez que a presença de membros que também participam da administração da empresa ainda é bastante comum e o movimento no sentido de tornar os conselhos mais profissionalizados ainda é lento. Adicionalmente, deve-se intensificar a avaliação dos desempenhos dos membros dos conselhos e dos desempenhos dos próprios conselhos, prática pouco usual na atualidade.

As empresas brasileiras ainda estão se desenvolvendo no que tange às práticas de boa governança corporativa. Quanto ao nível de transparência das informações divulgadas aos investidores e acionistas, muitas empresas listadas em bolsas de valores ainda resistem a mostrarem seus resultados em nível de detalhes que seria o mais adequado sob o ponto de vista dos investidores, acionistas e empregados. Para o mercado, o aumento da transparência é importante, pois sinaliza que a empresa tem tomado as decisões corretas para o seu crescimento no longo prazo e permite aos investidores tomarem melhores decisões para a escolha da composição de suas carteiras de investimentos.

Quanto aos seus conselhos de administração, as empresas brasileiras também se apresentam aquém das expectativas, pois ainda possuem uma grande quantidade de pessoas ligadas à empresa atuando como membros nos conselhos de administração. São raras as empresas que possuem conselheiros independentes em sua composição. Essa situação se opõe ao que consideramos como uma estrutura ótima dos conselhos de administração das empresas, pois sugerimos uma maior independência dos mesmos.

O fato de alguns executivos exporem os negócios de suas empresas a um risco excessivo também tem consequência na ética das organizações. Os indivíduos, quando no papel de agentes, são incentivados a manterem boas reputações quando precisam prolongar suas transações com as firmas. Quanto maior a expectativa do agente de manter uma relação mais longa com a firma, maior a sua propensão a cooperar com o principal na busca pela valorização da empresa no longo prazo. Os CEOs que possuem uma expectativa de relacionamento mais curto, ou seja, que sofrem o efeito do final do jogo aplicado na teoria dos jogos, tem menos motivação a cooperarem com o principal para manter uma boa reputação. Esse resultado acaba prejudicando mais a empresa, que tem muito mais a perder com uma má reputação do que o agente, que por prever o fim do jogo e agir para obter os maiores ganhos no curto prazo, acumularão renda suficiente para viverem o resto de suas vidas em confortável situação financeira.

No entanto, é sabido que esses problemas serão apenas atenuados e não se resolverão por completo, pois enquanto houver informações assimétricas, existirão divergências de interesses.

REFERÊNCIAS

AFL-CIO - FEDERATION OF AMERICA'S LABOR UNIONS. 2002 *Trends in Executive Pay*. Disponível

em <<http://www.aflcio.org/corporateamerica/paywatch/pay/index.cfm> > Acesso em 15 Maio 2002.

BLASI, Joseph R.; KRUSE, Douglas L. When Employees Share Ownership With Workers. In: COOPER, Cary L.; ROUSSEAU, Denise M. *Trends in Organizational Behavior*. Employee versus Owner Issues in Organizations. Chichester: Wiley , 2001. P. 19-44. V. 8

BOVESPA. Câmara de Arbitragem do Mercado. Disponível em <<http://www.bovespa.com.br/>> Acesso em 06 Jun. 2003

BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C. *Principles of Corporate Finance*. 6th Edition. Boston: McGraw Hill, 2000.

COPELAND, T.; KOLLER, T.; MURRIN, J. *Valuation: measuring and managing the value of the companies*. 3rd edition. New York: John Willey, 2000.

DAMODARAN, Aswath. *Investment Valuation*. 2nd Edition. New York: John Wiley Trade, 2002.

DOWNES, John; GOODMAN, Jordan E. *Dictionary of Finance and Investment Terms*, 5th Edition. New York: Barron's , 1995

FIBV – WORLD FEDERATION OF EXCHANGES. *Statistics*. Disponível em: <<http://www.world-exchanges.org/WFE/home.asp?action=document&menu=10>> Acesso em 02 Maio 2003.

FORTUNE 1000 Board Directors Reveal Gaps in Corporate Governance: Necessary Changes seen as Long Term Process. *Press Releases*, New York, 17 Oct. 2002.

Disponível em

<http://kornferry.com/library/process.asp?P=PR_Detail&CID=260&LID=1> Acesso em: 06 Jun. 2003

HULL, J. *Introdução aos Mercados Futuros e de Opções*. São Paulo: Cultura Editores Associados, 1991

JENSEN, Michael C. US Corporate Governance Lessons from the 1980's. In: _____. *A Theory of the Firm: Governance, Residual Claims, and Organizational Forms*. Cambridge: Harvard University Press, 2000.

JENSEN, Michael C. Eclipse of the Public Corporation. *Harvard Business Review*. EUA. v. 67, n.5-6, p. 61-74, Sep./Oct. 1989

JOHNSON, Shane A.; TIAN, Yisong S. The Value and Incentive Affects of Nontraditional Executive Opções de ações. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam, v. 57, n.1, p. 3-34, Jul. 2000

LA PORTA, Rafael et al. Investor Protection and Corporate Governance. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam, v. 58, n.1-2, p.1-27, Oct./Nov. 2000

MARKOWITZ, Harry M. Portfolio Selection. *Journal of Finance* . p. 77-91. 7, Marc.1952

MILGROM, Paul; ROBERTS, John. *Economics, Organization & Management*. New Jersey: Prentice-Hall, 1992.

MILLER, Gary. Ethics and the New Game Theory. In: BOWIE, Norman E.; FREEMAN, Edward R. *Ethics and Agency Theory: An Introduction*. New York: Oxford University Press, 1992. P. 117-142

MONKS, Robert A G.; MINOW, Nell. *Corporate Governance*. Cambridge: Blackwell Business, 1995.

PINDICK, Robert S.; RUBINFELD, Daniel L. *Microeconomia*. 5ª Edição. São Paulo: Prentice Hall, 2002.