

Governança Corporativa e Políticas Públicas: Um Estudo Empírico da Reforma à Lei n.º 6.404/76

Autores

EDUARDO JOSÉ DOS SANTOS

Universidade Federal de Uberlândia

SUELY DE SOUZA LUZ SANTOS

Faculdade Araguaia

SIRLEI LEMES

Universidade Federal de Uberlândia

PABLO ROGERS

Universidade Federal de Uberlândia

Resumo

Este trabalho caracteriza-se como uma pesquisa de campo, cujo objetivo principal é o estudo de uma das dimensões específicas do tema governança corporativa. Assim sendo, o escopo do estudo consubstancia-se na apresentação das políticas públicas que visam criar o aparato necessário para a minimização de conflitos de interesses peculiares do mercado de capitais nacional. Estas políticas públicas serão descritas tendo como direcionador principal das conclusões a avaliação da reforma à Lei n.º 6.404/76, mediante a aprovação da Lei n.º 10.303/2001, e tendo como limite as questões relativas à proteção aos acionistas minoritários. Como instrumento de coleta de dados, utilizou-se um questionário de pesquisa de campo, cuja avaliação final será fundamentada pela aplicação do Coeficiente de Correlação de Spearman (r_s), que busca estudar se há uma correlação de concordância dos respondentes entre algumas questões aplicadas e entre os blocos de questões. De forma geral, a pesquisa comprovou alguns padrões de concordância sob as questões levantadas, entretanto não se pôde precisar até que ponto os respondentes se manifestaram apenas de forma pragmática ou segundo seus interesses.

Palavras-chave: *Governança Corporativa, Políticas Públicas, Lei n.º 6.404/76*

1. Introdução

O tema governança corporativa para Andrade e Rossetti (2004, p. 20) não deve figurar como um simples modismo que, de forma efêmera, deixará de influenciar as mais variadas relações que podem ser estabelecidas nos diversos níveis corporativos das empresas.

Conforme apontado por Claessens (2003, p. 14), foi identificado cinco motivos que fazem com que a governança corporativa afete o crescimento e o desenvolvimento dos mercados de capitais, a saber: 1) Incremento no investimento externo direto nas firmas; 2) Redução nos custos de capital associado à valorização das firmas; 3) Melhor performance operacional, mediante a melhoria na alocação de recursos, bem como uma melhor administração de forma geral; 4) Boa governança corporativa pode ser associada com a redução de crises financeiras, particularmente importante, pois crises financeiras implicam em altos custos econômico-sociais; 5) Boa governança geralmente provoca melhores relacionamentos entre todas as partes interessadas (*stakeholders*) na condução dos negócios das firmas.

Tomando por base estes motivos, pode-se estabelecer também o apontamento feito por De Paula (2003, p. 13):

Tendo em vista a grande diversidade de temas relacionados à governança corporativa, é conveniente aglutina-los em três dimensões principais: estrutura patrimonial, práticas e políticas públicas.

Neste sentido, e em face da quantidade de assuntos relacionados ao tema, buscar-se-á neste artigo o aprofundamento da terceira dimensão apontada pelo autor, qual seja, as políticas públicas e sua influência em relação aos pressupostos de governança corporativa.

2. Delimitação do Problema de Pesquisa

As políticas públicas, para esta pesquisa, poderão ser vislumbradas como as leis (criadas ou reformuladas) que regulamentam o mercado de capitais no Brasil. De forma específica, buscar-se-á sempre se pautar pelo conteúdo disposto na Lei n.º 10.303/2001, que reformulou o conteúdo societário da Lei n.º 6.404/76.

A partir dessa caracterização inicial, pode-se delimitar o foco principal da pesquisa como sendo a descrição do papel das políticas públicas em face de sua importância como uma das dimensões de governança corporativa. A necessidade de se avaliar o papel da reforma à Lei n.º 6.404/76, materializada pelo conteúdo da Lei n.º 10.303/2001, em relação, principalmente, à questão da proteção aos acionistas minoritários faz-se presente, levando-se em consideração a importância vinculada, às medidas legais de ordenamento das relações societárias estabelecidas no mercado de capitais do Brasil.

Com base nessa afirmação, procurar-se-á avaliar qual a contribuição da Lei n.º 10.303/2001 para o aumento do ativismo dos acionistas não controladores das companhias brasileiras, em face dos possíveis problemas em seus dispositivos relacionados à proteção dos acionistas minoritários.

Para Monks (1998, p. 162):

De forma distinta, o ativismo dos acionistas minoritários foi responsável pelo incremento na competitividade das companhias americanas na última década. Uma lista de companhias americanas de grande renome foi influenciada por esses acionistas – General Motors, IBM, Estman Kodak, Westinghouse e Sears Roebuck. Além disso, os fundos de pensão caracterizados como ativistas foram agraciados com mais confiança pelos investidores, do que aqueles não ativistas.

Tomando por base essas afirmações, concebe-se que a postura ativista dos acionistas minoritários pode ser caracterizada como uma postura que possui as seguintes qualidades, enumeradas de forma pontual:

- Postura que busca aproximar de forma efetiva o trinômio: acionistas-conselhos-direção executiva;
- Tendência a ser eficaz no equilíbrio de interesses, pela exposição de práticas danosas; mobilização de partes interessadas e intervenção de proprietários e órgãos reguladores nas companhias;
- Busca de aperfeiçoamento dos processos de governança nas empresas, pela intervenção direta e indireta nos conselhos de administração; participação efetiva nas assembleias e maior interesse nos rumos da companhia.

3. Objetivos

3.1. Objetivo Geral

Trata-se de uma pesquisa de campo no qual o objetivo principal é a apresentação de uma das dimensões específicas do tema governança corporativa, qual seja as políticas públicas específicas que visam criar o aparato necessário para a minimização de conflitos de interesses característicos do mercado de capitais nacional. Para Leal e Saito (2003, p. 5):

As práticas de governança no Brasil, decorrentes de nosso ambiente legal, têm conseqüências importantes para a forma de financiamento das empresas, denotando então amplas possibilidades de estudos e pesquisas para aferir as influências desse ambiente em relação à minimização desses conflitos.

3.2. Objetivos Específicos

Para Chacon *et al.* (2004, p. 102), “Os objetivos específicos funcionam como meios que conduzirão à explicação do objetivo geral nos estudos científicos.” Em função disso e, diante da grande amplitude do tema, estabeleceram-se alguns quesitos pontuais que, à medida que se caminha no processo descritivo do objeto de estudo, verifica-se a necessidade de uma contextualização mais aprofundada, objetivando o entendimento da função pré-determinada como objetivo principal de investigação nesse trabalho. Abaixo, relata-se os objetivos específicos que serão discutidos:

- Frisar o conceito de políticas públicas como uma das dimensões de governança corporativa, apresentando as características desse conceito no Brasil;
- Apresentar o ambiente externo da governança corporativa no Brasil, tendo como foco básico a influência das políticas públicas, e foco delimitado a análise da influência da reforma à Lei n.º 6.404/76 em relação ao ativismo dos acionistas minoritários.

4. Justificativa do Estudo

A pesquisa se justifica pelo fato de demonstrar à sociedade elementos mais específicos da avaliação da reforma da Lei n.º 6.404/76, materializada pela Lei n.º 10.303/2001, visto a mesma ter sido concebida como elemento relevante no processo de desenvolvimento do mercado de capitais do Brasil, e também se caracterizar como instrumento de políticas públicas.

No intuito de se estabelecer um conceito de políticas públicas que se enquadre de forma mais adequada nos propósitos desse estudo, buscou-se de forma primária um conceito fundamentado no direito administrativo, determinado por Bucci (2002, p. 241):

Políticas públicas são programas de ação governamental visando a coordenar os meios à disposição do estado e as atividades privadas, para a realização dos objetivos socialmente relevantes e politicamente determinados.

Sob esse enfoque, o estudo buscará estabelecer relações entre a renovação no aparato legal e os seus reflexos em relação aos seguintes aspectos: a) nível de proteção aos direitos dos acionistas minoritários; e b) nível do seu ativismo frente à condução dos negócios das companhias abertas. Em termos de justificativa, a pesquisa adquire relevância em termos de informação social, colaborando também para incentivar outros estudos acerca da área temática apresentada.

Lima e Terra (2004, p. 2) classificam a importância da proteção aos acionistas minoritários da seguinte forma:

A proteção aos minoritários, por sua vez, é uma questão central para a governança corporativa, uma vez que o efetivo desenvolvimento do mercado de capitais e os

financiamentos de novos projetos das empresas deveriam, em tese, ter no acionista minoritário uma alternativa acessível de captação de recursos.

Doidge, Karolyi e Stulz (2004, p. 38) asseveram em sua análise o seguinte: “[...] a proteção ao investidor garantida pelo estado é um importante fator determinante de governança, e então os níveis de desenvolvimento econômico e financeiro são melhores nos países com maior proteção legal”. Assim sendo, pode-se aduzir a relevância de se avaliar o aparato legal como mecanismo de governança corporativa.

5. Fundamentação Teórica: A Reforma da Lei n.º 6.404/76

De modo específico, atualmente existem no Brasil uma série de considerações acerca da real influência que a reforma da Lei 6.404/76 provocou nas relações conflituosas existentes entre os controladores e minoritários nas companhias, decorrentes principalmente das diferenciadas formas de expropriação possíveis fundamentadas na principal característica do problema de agência presente no país.

Nesse sentido, destaca-se a opinião de Carvalho (2002, p. 26) de que: “melhoras nos padrões de governança corporativa são difíceis de ser implementadas pela mudança de legislação em qualquer país.” Estudo promovido por Srour (2003) avaliou a conduta e performance das firmas brasileiras frente às práticas diferenciadas de governança corporativa. Sob esse aspecto, o autor enfatiza que apesar da percepção de que uma melhor proteção aos acionistas minoritários facilitaria o desenvolvimento do mercado de capitais e o financiamento de novos projetos de empresas, países como o Brasil se viram em dificuldades em relação à promoção de mudanças na legislação que protegessem mais eficazmente os acionistas minoritários.

Em decorrência disso, o autor amplia a idéia da transição entre convergência legal para convergência funcional exposta por Coffee (1999, p. 12-14), que se baseia na mudança de regras dentro dos próprios mercados sem a necessidade de alterações de caráter legal, o que por sinal não é consenso em termos de literatura. Nesse sentido, as afirmações apontam para a necessidade de rigidez em termos legais, sem deixar de considerar porém a possibilidade de algumas firmas ou o próprio mercado de capitais entenderem que apenas os avanços da lei sejam insuficientes para suas necessidades em termos de governança corporativa.

Conseqüentemente, concebe-se que a presença dos chamados contratos privados sejam também eficientes nesse processo, fundamentados principalmente pela internacionalização das empresas nacionais por meio de lançamento de ADRs e adesão aos códigos voluntários de boas práticas de governança corporativa.

Para Leal e Saito (2003, p. 9): “as empresas procuram formas de minimizar os custos de agência entre controlador e minoritários, seja na forma de listagem em outras bolsas, seja na forma de sua política de dividendos ou recompra de ações.” Comentam também que tanto a CVM por meio de suas instruções normativas, como a modificação no aparato legal (reforma à Lei das S.A.), promoveram mudanças que atenuaram esses custos sociais, como participação de acionistas minoritários no conselho de administração, além de estabelecer regras para fechamento de capital e transferência de controle, minimizando possíveis efeitos adversos aos minoritários. No entanto, existe contra-senso estabelecido no sentido de que os acionistas minoritários não parecem valer-se dos mecanismos legais disponíveis para aumentar sua representatividade no Conselho de Administração.

Estudo recente publicado por Gorga (2004) contribui para a discussão de como valores e normas sociais existentes em uma sociedade podem contribuir para o impedimento de adoção de condutas empresariais mais eficientes, objetivando analisar as instituições, sejam

formais ou informais, que moldam as estruturas de governança corporativa, visando discutir porque normas ineficientes podem persistir, mesmo havendo esforços consideráveis no intuito de modificá-las. Nesse sentido, o trabalho da autora vale-se da reforma brasileira da Lei das Sociedades Anônimas ocorrida em 2001 como base de investigação, fundamentando-se na expansão da tese de North (1981) que pressupõe que a ideologia pode explicar mudanças institucionais, a partir da investigação de como a mesma pode determinar resultados econômicos.

Para a autora, em primeira instância o resultado de quase manutenção do estado das coisas da nova Lei das S.A. pode ser explicado pela teoria tradicional da escolha pública, conhecida como economia da política, a qual sugere que grupos de interesse influentes buscam ampliar seus rendimentos no processo legislativo, conseguindo efetuar a captura de legislações em seu benefício por meio de esforços de *lobby* (GORGA, 2004, p. 311).

Tal teoria é compartilhada por Carvalho (2002, p. 26): “uma das principais falhas na tentativa de reforma da Lei das Sociedades por Ações fundamentou-se na simples não observação do poder político dos grupos oponentes.” O autor corrobora a assertiva de que reformas na legislação referente à governança nas empresas de capital aberto sofrem grandes influências de barreiras políticas. Tais barreiras são apregoadas por frentes de oposição formadas pelos grupos que controlam as empresas, visto que o aumento à proteção aos acionistas minoritários equivaleria à redução do valor de controle dessas empresas.

Para De Paula (2003, p. 34): “[...] a legislação apresenta lacunas que podem prejudicar os acionistas minoritários, visto que a mesma é falha em resolver conflitos de interesses entre os acionistas controladores e minoritários, por simplesmente se omitir ou abster-se de detalhar o assunto.”

Essas opiniões aliam-se novamente ao estudo de Gorga (2004), no sentido de que a mesma assevera que são os grupos de interesse que influenciam transferências de riqueza no processo político, barrando e obstruindo reformas econômicas eficientes. Assim sendo, a teoria da escolha pública poderia oferecer uma explicação convincente para o caso da reforma da Lei das S.A., visto que os controladores na verdade conseguiram capturar em grande parte a legislação para benefício próprio.

Nesse sentido, a autora argumenta que essa teoria não oferece uma explicação completa por não detectar a ideologia e a cultura enraizadas na sociedade, variáveis importantes que influenciam os resultados que, segundo a pesquisadora, devem ser trazidas para a análise no intuito de se conduzir a explicações diferentes das proporcionadas pelo modelo econômico tradicional (GORGA, 2004, p. 311), extrapolando, portanto, a teoria conduzida por North (1981) de que um modelo econômico que não inclua um componente ideológico não pode explicar adequadamente por que algumas mudanças legais historicamente falharam, e outras não.

Sob esse enfoque, o estudo de Gorga (2004) concebe que as percepções subjetivas variam e podem ser o fator crítico de sucesso ou fracasso de políticas públicas fundamentadas no aparato legal que objetiva ofertar a proteção aos acionistas minoritários nas empresas. Fundamentando essa análise, Licht, Goldschmidt e Schwartz (2004, p. 35) afirmam e apresentam em seu estudo a existência de evidências da relação entre leis e cultura, especialmente no contexto da governança corporativa, tomando por base a análise de diferentes países ao redor do mundo.

Destaca-se também o fato que a aludida proteção relaciona-se praticamente com todas as outras variáveis de governança corporativa e, de modo análogo não deve se pautar apenas pelo instrumento legal. Ressalta-se porém que as políticas públicas ganham maior relevância à

medida que se promovam a ampliação dos pilares da governança corporativa (DE PAULA, 2003).

6. Metodologia da Pesquisa

6.1. Levantamento dos Dados

Inicialmente foram enviados através de endereço eletrônico e postagem via correios, considerando a data base de 14 de março de 2005, um questionário (Apêndice) a 337 companhias não financeiras listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa). Até 12 de janeiro de 2006 foram obtidas 40 respostas, sendo essas usadas para análise dos resultados.

O questionário visou, essencialmente, identificar o nível de concordância a alguns aspectos da reforma da Lei n.º 6.404/76 relacionadas com a proteção dos acionistas minoritários. As perguntas aplicadas foram sub-divididas em seis blocos de questões. O bloco 1 caracteriza os respondentes e as companhias, e por não se fazer necessário para alcance dos objetivos, será descartado da análise. Os blocos seguintes possuem as seguintes características:

- O bloco 2 aplicado às companhias procurou avaliar os reflexos da emissão de ações preferenciais por parte das Companhias Abertas Brasileiras, após a aprovação da Lei N.º 10.303/2001.
- O bloco 3 procurou avaliar a representação dos acionistas minoritários no Conselho de Administração, Conselho Fiscal e nas Assembléias das Companhias Abertas Brasileiras, após a aprovação da Lei n.º 10.303/2001.
- O bloco 4 buscou avaliar os direitos na alienação de controle das Companhias Abertas Brasileiras, após a aprovação da Lei N.º 10.303/2001.
- O bloco 5 visou avaliar questões gerais presentes nos processos de gestão das Companhias Abertas Brasileiras, após a aprovação da Lei N.º 10.303/2001.
- O bloco 6 do questionário avalia algumas políticas públicas específicas que influenciam os processos de Governança Corporativa, excluindo-se o aparato legal da Lei N.º 10.303/2001.

Todas as questões dos blocos 2 a 6, apresentadas no Apêndice, são fechadas em que os respondentes possuem a opção de concordar com a afirmação colocada de acordo com uma escala do tipo Likert: (1) Discordo Totalmente (2) Discordo Parcialmente (3) Indiferente (4) Concordo Parcialmente (5) Concordo Totalmente. As escalas de Likert, ou Escalas Somadas, exigem que os entrevistados indiquem seu grau de concordância ou discordância com declarações relativas à atitude que está sendo medida. Atribuem-se valores numéricos e/ou sinais às respostas para refletir a força e a direção da reação do entrevistado à declaração. As declarações de concordância devem receber valores positivos ou altos enquanto as declarações das quais discordam devem receber valores negativos ou baixos (MATTAR, 2001).

6.2. Método Estatístico Utilizado

Um exame possível com os dados da pesquisa é analisar a correlação de concordância dos respondentes entre as questões 13 a 34 ou entre os blocos de questões (2 ao 6). Para isso, uma maneira útil é a de se ordenar (ou definir postos) às categorias nas questões 13 a 34 de acordo com o grau de concordância com a afirmação. Para os blocos de questões, os postos são obtidos pela soma dos postos das questões participantes naquele bloco, de forma que se tenha um índice de concordância às questões participantes no bloco.

O coeficiente de correlação de postos de Spearman é uma medida de associação não-paramétrica que exige que ambas as variáveis se apresentem em escala de mensuração pelo

menos ordinal, de modo que os objetos ou indivíduos em estudo possam dispor-se por postos em duas séries ordenadas (SIEGEL, 1975, p.228). A sua versão paramétrica é o coeficiente de correlação de Pearson, aplicável apenas a dados que possam ser mensurados, no mínimo, ao nível intervalar (LEVIN, 1987, p.294). O coeficiente de correlação de Spearman (r_s) é calculado da seguinte forma:

$$r_s = 1 - \frac{6 \sum_{i=1}^n d_i^2}{N^3 - N} \quad [1]$$

Onde, d_i = diferença entre os postos i (relativa ao mesmo sujeito em ambas as variáveis)

N = número de respondentes (isto é, tamanho da amostra).

Para testar se r_s é estatisticamente diferente de zero, usa-se a estatística t de Student para $N \geq 10$, conforme apresenta Siegel (1975, p.239). Em termos técnicos, considerando os blocos de questões como variáveis a serem testadas, formulam-se as seguintes hipóteses:

H₀ (Hipótese Nula): Não existe concordância (correlação) entre as questões do bloco X em relação às questões do bloco Y;

H₁ (Hipótese Alternativa): Existe concordância (correlação) entre as questões do bloco X em relação às questões do bloco Y.

Onde, $2 \leq X$ e $Y \leq 6$ com $X \neq Y$.

7. Avaliação dos Resultados

A Tabela 1 apresenta a frequência de respostas para as questões da pesquisa e a matriz de correlação entre os blocos de questões encontra-se na Tabela 2. Com o intuito de se delimitar a análise, em seguida segue o exame apenas das correlações entre os blocos de questões e a correlação de cada questão com o bloco em que a mesma está inserida.

Tabela 1
Tabela de Frequências (%) para as Questões da Pesquisa

Questões	Discorda Totalmente	Discorda Parcialmente	Indiferente	Concorda Parcialmente	Concorda Totalmente
Q13	5,0	10,0	7,50	30,0	47,50
Q14	-	15,0	17,5	42,5	25,0
Q15	7,5	15,0	20,0	47,5	10,0
Q16	-	12,5	12,5	52,5	22,50
Q17	12,5	30,0	10,0	37,5	10,0
Q18	2,5	27,5	5,0	40,0	25,0
Q19	17,5	20,0	7,5	35,0	20,0
Q20	7,5	27,5	17,5	37,5	10,0
Q21	7,5	10,0	25,0	40,0	17,50
Q22	2,5	-	5,0	22,5	70,0
Q23	7,5	40,0	12,5	32,5	7,50
Q24	5,0	30,0	22,5	32,5	10,0

Q25	-	2,50	7,50	35,0	55,0
Q26	5,0	7,50	17,5	50,0	20,0
Q27	2,50	2,50	17,5	60,0	17,50
Q28	7,50	15,0	5,0	37,5	35,0
Q29	20,0	22,5	10,0	35,0	12,50
Q30	20,0	22,5	10,0	37,5	10,0
Q31	5,0	7,50	15,0	40,0	32,50
Q32	2,50	5,0	12,5	40,0	40,0
Q33	-	5,0	15,0	35,0	45,0
Q34	5,0	5,0	15,0	35,0	40,0

Apesar desta delimitação, destaca-se a correlação positiva significativamente alta (0,70) entre as questões 18 e 19, onde os respondentes concordam concomitantemente que os novos investimentos seriam inibidos se porventura o limite de emissão de 50% de ações preferenciais também fosse estendido às Companhias existentes, bem como haveria uma situação de inibição de novos investimentos se a Lei n.º 10.303/2001 tivesse previsto a regra uma ação – um voto. Verifica-se aqui, evidência clara que, especificamente nestas duas questões, os respondentes tenderam a opinar conforme seus interesses.

Tabela 2
Coeficiente de Correlação de Spearman entre os Blocos de Questões

DESCRIÇÃO	BLOCO2	BLOCO3	BLOCO4	BLOCO5	BLOCO6
BLOCO2 Coeficiente de Correlação	1				
p-valor	.				
BLOCO3 Coeficiente de Correlação	0,441(**)	1			
p-valor	0,004	.			
BLOCO4 Coeficiente de Correlação	0,22	,336(*)	1		
p-valor	0,173	0,034	.		
BLOCO5 Coeficiente de Correlação	0,207	0,203	,580(**)	1	
p-valor	0,2	0,208	0,000	.	
BLOCO6 Coeficiente de Correlação	0,165	,359(*)	0,384(*)	0,221	1
p-valor	0,309	0,023	0,014	0,171	.

Significância: ** 1% ; * 5%.

7.1. Correlações entre as Concordâncias do Bloco 2

Analisando a correlação existente entre o bloco 2 (questionamentos acerca da emissão de ações preferenciais pelas Companhias Abertas analisadas) e o bloco 3 (efetiva representação dos acionistas minoritários no Conselho de Administração, Conselho Fiscal e nas Assembléias dessas Companhias, após a aprovação da Lei n.º 10.303/2001), verificou-se que o coeficiente de correlação de Spearman é significativo, indicando que o nível de concordância dos respondentes sobre o reflexo da emissão de ações preferenciais está diretamente associado com o nível de concordância sobre a representação dos acionistas

minoritários no Conselho de Administração, Conselho Fiscal e nas Assembléias dessas Companhias.

Sobre a correlação existente entre o nível de concordância acerca da emissão de ações preferenciais pelas Companhias Abertas (bloco 2) e: a) o nível de concordância acerca direitos na alienação de controle, após a aprovação da Lei n.º 10.303/2001 (bloco 4); b) o nível de concordância sobre as questões gerais dos processos de gestão, após a aprovação da Lei n.º 10.303/2001 (bloco 5); e c) o nível de concordância no que diz respeito a outras políticas públicas que influenciam os processos de Governança Corporativa (bloco 6); verificou-se que o coeficiente de correlação de Spearman não é significativo, indicando que o nível de concordância sobre o reflexo da emissão de ações preferenciais não está diretamente associado com os itens a) b) e c) enumerados acima (blocos 4, 5 e 6).

Dentro do bloco 2, os respondentes diferenciam em opinião nas questões 13 e 21, como apresentado na Tabela 3. Essa mostra que o nível de concordância das questões 13 e 21 são não significativamente associadas ao nível geral de concordância no bloco 2. Ao analisar a Tabela 1, nota-se um nível de concordância maior em relação à afirmação de que cada ação com direito a um voto proporcione uma regra essencial para a proteção adequada aos acionistas (questão 13) do que as outras questões do bloco 2. Ademais, evidencia-se na Tabela 1 ainda, indiferença maior em relação à assertiva de que a Lei n.º 10.303/2001 apenas ratifica as vantagens anteriormente existentes das ações preferenciais em relação as ações ordinárias (questão 21), do que em relação as outras afirmativas do bloco 2.

Tabela 3
Coeficiente de Correlação de Spearman entre o Bloco 2 e as Questões 13 a 21.

	DESCRIÇÃO	BLOCO2
Q13	Coeficiente de Correlação	0,221
	p-valor	0,17
Q14	Coeficiente de Correlação	0,568(**)
	p-valor	0,000
Q15	Coeficiente de Correlação	0,449(**)
	p-valor	0,004
Q16	Coeficiente de Correlação	0,589(**)
	p-valor	0,000
Q17	Coeficiente de Correlação	0,485(**)
	p-valor	0,002
Q18	Coeficiente de Correlação	0,653(**)
	p-valor	0,000
Q19	Coeficiente de Correlação	0,577(**)
	p-valor	0,000
Q20	Coeficiente de Correlação	0,811(**)
	p-valor	0,000
Q21	Coeficiente de Correlação	0,212
	p-valor	0,188

Significância: ** 1% ; * 5%.

7.2. Correlações entre as Concordâncias do Bloco 3

Analisando a correlação existente entre o bloco 3 (representação dos acionistas minoritários no Conselho de Administração, Conselho Fiscal e nas Assembléias dessas Companhias, após a aprovação da Lei n.º 10.303/2001), e o bloco 5 (questões gerais dos processos de gestão enumerados no questionário, após a aprovação da Lei n.º 10.303/2001), verificou-se que o coeficiente de correlação de Spearman não é significativo, indicando que o

nível de concordância sobre a representatividade dos acionistas minoritários no Conselho de Administração, Conselho Fiscal e nas Assembléias das Companhias não está associado com nível de concordância dos processos de gestão elencados (Tabela 2).

Os coeficientes de correlação de Spearman, evidenciados na Tabela 2, mostram uma correlação significativa entre o nível de concordância das questões do bloco 3 e: a) o nível de concordância sobre os direitos na alienação de controle; b) o nível de concordância sobre políticas públicas específicas que influenciam os processos de Governança Corporativa.

Dentro do bloco 3 nota-se, conforme exame da Tabela 4, que o nível de concordância da questão 22 diferencia-se das demais, como aponta a não significância do coeficiente de correlação de Spearman dessa questão, em relação ao nível de concordância do bloco 3 como um todo. Ao analisar a Tabela 1 verifica-se um maior nível de concordância (92,5%), estabelecendo, portanto, que o novo parágrafo 4º do artigo 141 da Lei n. 10.303/2001 foi uma medida de avanço, do que em relação às outras questões do bloco 3.

7.3. Correlações entre as Concordâncias do Bloco 4

Analisando a associação existente entre o bloco 4 (direitos na alienação de controle), e o bloco 5 (questões gerais dos processos de gestão, após a aprovação da Lei n.º 10.303/2001), verificou-se que o coeficiente de correlação de Spearman é significativo e positivo, indicando que o nível de concordância sobre os direitos na alienação de controle apontados estão diretamente associado com nível de concordância acerca das questões gerais dos processos de gestão das companhias (Tabela 2). Essa mesma conclusão é obtida ao analisar a opinião sobre os direitos na alienação de controle e as políticas públicas específicas que influenciam os processos de Governança Corporativa.

Tabela 4
Coeficiente de Correlação de Spearman entre o Bloco 3 e as Questões 22 a 26

	DESCRIÇÃO	BLOCO3
Q22	Coeficiente de Correlação	0,172
	p-valor	0,29
Q23	Coeficiente de Correlação	0,578(**)
	p-valor	0,000
Q24	Coeficiente de Correlação	0,457(**)
	p-valor	0,003
Q25	Coeficiente de Correlação	0,640(**)
	p-valor	0,000
Q26	Coeficiente de Correlação	0,538(**)
	p-valor	0,000

Significância: ** 1% ; * 5%.

Dentro do bloco 4, não se verificaram questões que possuíssem padrões de concordância diferentes do geral, como aponta os significativos coeficientes de correlação de Spearman na Tabela 5.

7.4. Correlações entre as Concordâncias do Bloco 5 e Bloco 6

Analisando a correlação existente entre o bloco 5 (questões gerais dos processos de gestão enumerados no questionário, após a aprovação da Lei n.º 10.303/2001), e o bloco 6 (políticas públicas específicas que influenciam os processos de Governança Corporativa), verificou-se que o coeficiente de correlação de Spearman é não significativo, indicando que o nível de concordância acerca das questões gerais dos processos, após a aprovação da Lei n.º

10.303/2001 não está associado com o nível de concordância sobre as políticas públicas evidenciadas (Tabela 2). Ademais, dentro do bloco 5 e 6, também não se verificaram questões que possuíssem padrões de concordância diferentes do geral, como aponta os significativos coeficientes de correlação de Spearman na Tabela 5.

8. Conclusões

Nesse estudo, abordou-se as políticas públicas que, direta e indiretamente, objetivam ofertar as condições necessárias para a diminuição dos conflitos de interesses entre os diversos interessados nos processos de gestão das empresas.

Sob este enfoque, buscou-se apresentar estas políticas públicas como uma das diversas dimensões do tema governança corporativa, baseados na visualização de que o aparato legal protege os direitos dos acionistas minoritários e dos credores das companhias. Tal colocação foi destacada neste estudo, visto se tratar da avaliação da reforma à Lei n.º 6.404/1976, por interseção da Lei n.º 10.303/2001, no tocante à proteção dos direitos dos acionistas minoritários.

Tabela 5
Coeficiente de Correlação de Spearman entre os Bloco 4 a 5 e as Questões 27 a 34

DESCRICAÇÃO	BLOCO4	BLOCO5	BLOCO6
Q27 Coeficiente de Correlação	0,389(*)		
p-valor	0,013		
Q28 Coeficiente de Correlação	0,718(**)		
p-valor	0,000		
Q29 Coeficiente de Correlação	0,795(**)		
p-valor	0,000		
Q30 Coeficiente de Correlação		0,791(**)	
p-valor		0,000	
Q31 Coeficiente de Correlação		0,723(**)	
p-valor		0,000	
Q32 Coeficiente de Correlação		0,641(**)	
p-valor		0,000	
Q33 Coeficiente de Correlação			0,738(**)
p-valor			0,000
Q34 Coeficiente de Correlação			0,880(**)
p-valor			0,000

Significância: ** 1% ; * 5%.

Verifica-se que o atual aparato legal recebeu e ainda recebe críticas em relação a muitos pontos que, segundo a literatura revisada, focam principalmente na questão da emissão de ações preferenciais pelas companhias, na efetiva representação e participação dos acionistas minoritários nos Conselhos de Administração, no aspecto dos direitos dos minoritários em caso de alienação do bloco de controle das companhias e nos mecanismos de gestão pertinentes aos acordos entre acionistas.

Assim sendo, o mecanismo de coleta de dados (questionário) enviado às companhias procurou avaliar estas questões conjuntamente com outras vinculadas ao conceito de políticas públicas como tema de governança corporativa, como por exemplo, se a atual Lei de Falências pode ser considerada como um elemento importante nos processos de governança.

Para se fundamentar a avaliação proposta, optou-se pelo tratamento estatístico dos dados coletados no questionário de pesquisa, instrumentalizado segundo o Coeficiente de

Correlação de Spearman (r_s), que busca estudar se há uma correlação de concordância dos respondentes entre algumas questões aplicadas e entre os blocos de questões.

De forma geral, a abordagem quantitativa aplicada comprovou alguns padrões de concordância sob as questões levantadas, colocando-se **as** seguintes e principais considerações:

- Os respondentes concordam concomitantemente que os novos investimentos seriam inibidos se porventura o limite de emissão de 50% de ações preferenciais também fosse estendido às Companhias existentes, bem como haveria uma situação de inibição de novos investimentos se a Lei n.º 10.303/2001 tivesse previsto a regra uma ação – um voto;
- O nível de concordância dos respondentes sobre o reflexo da emissão de ações preferenciais está diretamente associado com o nível de concordância sobre a representação dos acionistas minoritários no Conselho de Administração, Conselho Fiscal e nas Assembléias dessas Companhias;
- Diferenças de opinião nas questões 13 e 21: a) nota-se um nível de concordância maior em relação à afirmação de que cada ação com direito a um voto proporcione uma regra essencial para a proteção adequada aos acionistas; e b) indiferença maior em relação à assertiva de que a Lei n.º 10.303/2001 apenas ratifica as vantagens anteriormente existentes das ações preferenciais em relação as ações ordinárias (questão 21);
- Correlações significativas entre o nível de concordância da representação dos acionistas minoritários no Conselho de Administração, Conselho Fiscal e nas Assembléias dessas Companhias, após a aprovação da Lei n.º 10.303/2001 e: a) o nível de concordância sobre os direitos na alienação de controle; b) o nível de concordância sobre políticas públicas específicas que influenciam os processos de Governança Corporativa;
- Maior nível de concordância (92,5%), em relação a afirmação que o novo parágrafo 4º do artigo 141 da Lei n. 10.303/2001 foi uma medida de avanço;
- O nível de concordância sobre os direitos na alienação de controle apontados está diretamente associado: a) com nível de concordância acerca das questões gerais dos processos de gestão das companhias; e b) a opinião sobre os direitos na alienação de controle e as políticas públicas específicas que influenciam os processos de Governança Corporativa.

Necessário se faz a recomendação para que em futuros estudos estenda-se esta avaliação da reforma à legislação societária para o universo que efetivamente vivencia as possíveis dificuldades decorrentes dos problemas no aparato legal, nesse caso, o universo dos fundos de pensão e, se possível, uma determinada amostra de acionistas minoritários não enquadrados como investidores institucionais.

Tal afirmação respalda-se no fato de que, mesmo havendo um padrão de concordância e correlações significativas entre os blocos e perguntas efetuadas, não se pôde precisar até que ponto os respondentes se manifestaram apenas de forma pragmática ou até mesmo segundo seus interesses.

Além desta limitação, sugere-se também a extrapolação do instrumento de pesquisa utilizado, por meio de outras possíveis correlações, quais sejam:

- O padrão de concordância observado, em relação à questão da emissão de ações preferenciais, está associado a outras variáveis, tais como: categoria de acionistas controladores ou a política de dividendos praticada pelas companhias;

- Se o nível de concordância atribuído ao fato de que a adequação os preceitos da Lei Sarbanex-Oxley, que pode ser encarado como instrumento de melhoria da imagem perante o investidor, está correlacionado à variável de emissão e tipo de ADR's emitidas;
- Análise aprofundada entre todas as correlações existentes entre as perguntas do questionário, de maneira a se permitir novas inferências acerca dos temas abordados por blocos de questões.

9. Referências bibliográficas

ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José Paschoal. *Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências*. São Paulo: Atlas, 2004.

BUCCI, Maria Paula Dallari. *Direito administrativo e políticas públicas*. São Paulo: Saraiva, 2002.

CAMPOS, H. *Estatística Experimental Não-Paramétrica*. 4º Ed. São Paulo, ESA “Luiz de Queiroz” – USP: 1983.

CARVALHO, Antônio Gledson de. Governança corporativa no Brasil em perspectiva. *Revista de Administração*. São Paulo, v. 37, n. 3, p. 19-32, jul/set. 2002.

CHACON, Márcia Josienne Monteiro et al. Procedimentos metodológicos para a elaboração de projetos de pesquisa relacionados a dissertações de mestrado em ciências. *Revista Contabilidade & Finanças*. São Paulo, n. 36, p. 97-104, set./dez. 2004.

CLAESSENS, Stijn. *Corporate Governance and Development*. (October 2003). Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=642721>>. Acesso em: 06/05/2005.

COFFE, John C. *The Future as History: The Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and Its Implications*. (February 1999). Columbia Law School Center for Law and Economic Studies Working Paper No. 144. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=142833>>. Acesso em: 12/04/2005.

DE PAULA, Germano Mendes. *Governança corporativa no Brasil e México: estrutura patrimonial, práticas e políticas públicas*. Comissão Econômica para a América Latina e Caribe – CEPAL. Uberlândia, Set. 2003.

DOIDGE, Craig Andrew; KAROLYI, George Andrew; STULZ, Rene M. *Why do Countries Matter so Much for Corporate Governance*. (September 2004). ECGI - Finance Working Paper No. 50/2004. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=580883>>. Acesso em: 06/05/2005.

GORGA, Érica. A cultura brasileira como fator determinante na governança corporativa e no desenvolvimento do mercado de capitais. *REVISTA DE ADMINISTRAÇÃO – USP*. São Paulo, v. 39, n. 4, p. 309-326, out./nov./dez. 2004.

LEAL, Ricardo Pereira Câmara; SAITO, Richard. Finanças corporativas no Brasil. *RAE–ELETRÔNICA*. São Paulo, v. 2, n. 2, jul./dez. 2003. Disponível em: <<http://www.rae.com.br/eletronica/index.cfm?FuseAction=Artigo&ID=1469&Secao=FINANÇAS&Volume=2&Numero=2&Ano=2003>>. Acesso em: 18 Jan. 2005.

LEVIN, J. *Estatística Aplicada a Ciências Humanas*. 2º Ed. São Paulo, Harbra: 1987.

LICHT, Amir N.; GOLDSCHMIDT, Chanan; SCHWARTZ, Shalom H. *Culture, Law, and Corporate Governance*. (February 20, 2004). Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=508402>>. Acesso em: 06/05/2005.

LIMA, João B. N.; TERRA, Paulo R. S. Governança corporativa e reação do mercado de capitais às informações financeiras. In: XXVIII ENANPAD. Curitiba. *Anais...* 2004.

MATTAR, F. N. *Pesquisa de Marketing*. Edição compacta. 3º Ed. São Paulo: Atlas, 2001.

MONKS, Robert A. G. *The emperor's nightingale: restoring of the corporation in the age of shareholder activism*. Blackwell Publishing, 1998.

NORTH, Douglass C. *Structure and change in economic history*. New York: WW Norton & Company, 1981.

SIEGEL, S. *Estatística Não-Paramétrica para as Ciências do Comportamento*. São Paulo, MacGraw-Hill do Brasil Ltda: 1975.

SROUR, Gabriel. *Práticas diferenciadas de governança corporativa: um estudo sobre a conduta e a performance das firmas brasileiras*. Prêmio BNDES de Economia-2003. Disponível em: <<http://www.sbe.org.br/ebe24/124.pdf>>. Acesso em: 15/01/2005.

10. Apêndice

QUESTIONÁRIO (BLOCOS DE QUESTÕES 13 A 34)

OPÇÕES DE REPOSTAS A TODAS AS QUESTÕES

- (1) Discordo Totalmente
- (2) Discordo Parcialmente
- (3) Indiferente
- (4) Concordo Parcialmente
- (5) Concordo Totalmente

BLOCO 2:TODAS AS QUESTÕES DESSE BLOCO PROCURAM AVALIAR OS REFLEXOS DA EMISSÃO DE AÇÕES PREFERENCIAIS POR PARTE DAS COMPANHIAS ABERTAS BRASILEIRAS, APÓS A APROVAÇÃO DA LEI N.º 10.303/2001.

- 13 Em relação à afirmação de que cada ação tenha direito a um voto ser considerada uma das regras essenciais para que se proporcione proteção adequada aos acionistas, você:
- 14 Quanto à afirmação: "Todas as formas de organização acionária que permitam o afastamento da regra uma ação-um voto contribuem para aumentar os custos de agência⁴, deixando os investidores mais vulneráveis ao poder discricionário⁵ do controlador da companhia.", você:
- 15 O parágrafo 1º do artigo 8º da Lei n. 10.303/2001 permitiu, às companhias abertas existentes, a manutenção da proporção de até dois terços de ações preferenciais em relação ao total de ações emitidas, inclusive no tocante a novas emissões. Atribui-se a esse quesito do texto legal o aumento da disparidade atualmente existente entre investimento e poder de decisão. Com relação a essa assertiva, você:
- 16 O novo limite de emissão de 50% de ações preferenciais somente será aplicado às novas companhias fechadas que decidirem abrir seu capital. Acredita-se que a Lei n.º 10.303/2001 manteve o *status quo* referente à separação do investimento financeiro do poder de decisão nas companhias. Com respeito a essa afirmação, você pode dizer que:
- 17 O novo limite de 50% de emissão de ações preferenciais para as novas companhias, ou para aquelas que decidam abrir seu capital, é um instrumento legal suficiente para que se atraia investimentos específicos de acionistas minoritários. Em relação a essa assertiva, você pode afirmar que:
- 18 Se a Lei n. 10.303/2001 tivesse previsto que o novo limite de emissão de ações preferenciais (montante de 50%) fosse obrigatório também para as companhias abertas já existentes, ter-se-ia uma situação instaurada de inibição de novos investimentos, em face da provável necessidade dos controladores terem de investir mais capital numa oferta pública para se manter o controle e impedir a dispersão acionária. Com base nessa afirmação, você pode dizer que:
- 19 Se a Lei n.º 10.303/2001 também tivesse previsto a regra uma ação-um-voto, ter-se-ia uma situação instaurada

de inibição de novos investimentos. Com base nessa assertiva, você pode dizer que:

- 20 Em relação ao limite de ações preferenciais previstos na Lei n.º 10.303/2001, pode-se afirmar que a nova previsão legal prejudica o aumento do ativismo dos acionistas minoritários, em face da disparidade existente entre investimento financeiro e poder de decisão nas companhias. Com base nessa afirmação, você pode dizer que:
- 21 As ações preferenciais normalmente recebem vantagens em relação às ações ordinárias, por conta da perda do direito a voto. O novo artigo 17, parágrafo 1º da Lei n.º 10.303/2001 estipula basicamente três vantagens⁶ dessa classe de ações. Apesar disso, considera-se que o instrumento legal apenas ratificou uma das vantagens já previstas na legislação anterior, qual seja a de assegurar o pagamento de dividendos pelo menos 10% superiores aos pagos às ações ordinárias. Em relação a essa afirmação, você pode dizer que:

BLOCO 3: TODAS AS QUESTÕES DESSE BLOCO PROCURAM AVALIAR A REPRESENTAÇÃO DOS ACIONISTAS MINORITÁRIOS NO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO, CONSELHO FISCAL E NAS ASSEMBLÉIAS DAS COMPANHIAS ABERTAS BRASILEIRAS, APÓS A APROVAÇÃO DA LEI N.º 10.303/2001.

- 22 O novo parágrafo 4º do artigo 141 da Lei n. 10.303/2001 dispõe que terão direito de eleger um membro do conselho de administração - numa eleição separada da assembléia geral, estando o acionista controlador excluído dessa eleição - acionistas de uma companhia aberta detentores de ao menos 15% das ações com direito a voto, ou de ações preferenciais que representem 10% do capital total. Aponta-se que essa medida representou um avanço em termos de se permitir uma maior participação de acionistas preferencialistas e minoritários no conselho de administração. Em relação ao suposto avanço, você pode afirmar que:
- 23 O parágrafo 7º do artigo 141 da Lei n. 10.303/2001 garante que o conselho de administração seja sempre constituído, em sua maioria, por conselheiros apontados pelo acionista controlador. Com base nessa previsão legal, evidencia-se a possibilidade dos acionistas majoritários, na prática, tentarem enfraquecer o novo mecanismo de voz dos acionistas minoritários. A respeito dessa afirmação, você pode dizer que:
- 24 A utilização do mecanismo de "voto múltiplo", instrumento que poderia facilitar a entrada de acionistas não controladores no conselho de administração, por meio de mecanismos diferenciados de votação, fora anteriormente avaliado em pesquisas empíricas que indicaram que os acionistas minoritários no Brasil não são ativistas, ou preferem vender suas ações quando insatisfeitos. Nesse sentido, se afirmássemos que essa situação mudou após a aprovação da Lei n.º 10.303/2001, você poderia dizer que:
- 25 Aponta-se que a Lei n. 10.303/2001, tomando por base suas novas prerrogativas, auxiliaria no aumento da participação de acionistas minoritários no Conselho de Administração, no Conselho Fiscal e nas Assembléias. Com base nessa assertiva, você pode afirmar que:
- 26 Aponta-se também que o advento da Lei n. 10.303/2001 provocaria uma maior participação dos investidores institucionais locais ou estrangeiros (desde que caracterizados como acionistas minoritários) nos processos de deliberação ou votação. Em relação a esse aspecto, você pode afirmar que:

BLOCO 4: TODAS AS QUESTÕES DESSE BLOCO PROCURAM AVALIAR OS DIREITOS NA ALIENAÇÃO DE CONTROLE DAS COMPANHIAS ABERTAS BRASILEIRAS, APÓS A APROVAÇÃO DA LEI N.º 10.303/2001.

- 27 Com relação à afirmação de que a Lei n. 10.303/2001 endossa expressamente a extração de benefícios privados de controle⁷ por parte dos acionistas controladores, por meio da disposição legal em se garantir o direito a *tag along*⁸ de apenas 80%, em caso de alienação do bloco de controle, você pode afirmar que:
- 28 A adoção da "regra obrigatória" de *tag along* é indispensável no contexto brasileiro, em que o potencial para confisco de valor dos minoritários é alto. Com relação a essa afirmação, você pode dizer que:
- 29 A adoção da "regra obrigatória" de *tag along* em 100% deveria ter sido prevista na Lei n. 10/303/2001, em função do *tag along* adotado de 80% ainda permitir a possibilidade de expropriação dos acionistas minoritários por parte dos acionistas majoritários. Nesse sentido, e em relação a esse aspecto, você pode afirmar que:

BLOCO 5: TODAS AS QUESTÕES DESSE BLOCO PROCURAM AVALIAR QUESTÕES GERAIS PRESENTES NOS PROCESSOS DE GESTÃO DAS COMPANHIAS ABERTAS BRASILEIRAS, APÓS A APROVAÇÃO DA LEI N.º 10.303/2001.

- 30 A interpretação combinada do artigo 118, parágrafo 8º, e artigo 118, parágrafo 9º, referente à Lei n. 10.303/2001, prevê que os conselheiros das companhias são obrigados a votar de acordo com os termos do acordo de acionistas⁹ concluído pelos acionistas que os elegeram. Nesse sentido, comenta-se que a vinculação da vontade dos conselheiros à vontade expressa no acordo de acionistas é um retrocesso. Com relação a essa afirmação, você pode dizer que:
- 31 A Lei n. 10.303/2001 prevê a possibilidade de disputas (entre acionistas e a companhia ou entre acionistas controladores e minoritários) serem resolvidas por intermédio das câmaras de arbitragem. Tal previsão pode

contribuir para um incremento no ativismo dos acionistas minoritários. Em relação a essa afirmação, você pode asseverar que:

- 32 A Lei n. 10.303/2001 estabeleceu o aumento do poder individual dos integrantes do conselho fiscal, bem como a norma que torna obrigatória a revelação de quaisquer mudanças em sua propriedade, por parte dos administradores, à Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Verifica-se então uma base sólida para melhoria do ativismo dos acionistas minoritários. Com base nessa assertiva, você pode dizer que:

BLOCO 6: TODAS AS QUESTÕES DESSE BLOCO REFEREM-SE A OUTRAS POLÍTICAS PÚBLICAS ESPECÍFICAS QUE INFLUENCIAM OS PROCESSOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA.

- 33 Conjuntamente com as formalizações previstas na Lei Sarbanes-Oxley, verifica-se também a possibilidade de converter as obrigações desse aparato legal em benefícios para a gestão das companhias, por meio do aprimoramento da imagem perante o investidor, adequação aos padrões de governança do órgão regulador norte-americano, bem como da melhoria da imagem e transparência das empresas listadas nas bolsas norte-americanas. Com base nessa afirmação, você pode dizer que:
- 34 A Nova Lei de Recuperação de Empresas e Falências (Lei n. 11.101/2005) traz consigo novidades que promoverão mudanças no âmbito jurídico e na administração das empresas. Acredita-se que um novo ambiente de negócios poderá ser instalado no Brasil e, por conseguinte, os processos de governança corporativa tendem a ser fortalecidos com o advento deste instrumento. Com base nessa afirmação, você pode dizer que: