

**Universidade Federal de Pernambuco
Centro de Ciências Sociais Aplicadas
Departamento de Ciências Administrativas
Programa de Pós-Graduação em Administração - PROPAD**

**O Estudo das Práticas de Governança Corporativa e
Estrutura de Capital em uma Empresa de Capital
Fechado: O caso BIPACEL.**

Adriano da Silva Guimarães

Recife, 2009

UNIVERSIDADE FEDERAL DE PERNAMBUCO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO

CLASSIFICAÇÃO DE ACESSO A TESES E DISSERTAÇÕES

Considerando a natureza das informações e compromissos assumidos com suas fontes, o acesso a monografias do Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal de Pernambuco é definido em três graus:

- "Grau 1": livre (sem prejuízo das referências ordinárias em citações diretas e indiretas);
- "Grau 2": com vedação a cópias, no todo ou em parte, sendo, em consequência, restrita a consulta em ambientes de biblioteca com saída controlada;
- "Grau 3": apenas com autorização expressa do autor, por escrito, devendo, por isso, o texto, se confiado a bibliotecas que assegurem a restrição, ser mantido em local sob chave ou custódia;

A classificação desta dissertação se encontra, abaixo, definida por seu autor:

Solicita-se aos depositários e usuários sua fiel observância, a fim de que se preservem as condições éticas e operacionais da pesquisa científica na área da administração.

Título da Monografia: O estudo das Práticas de Governança Corporativa e Estrutura de Capital em uma empresa de capital fechado: O caso BIPACEL.

Nome do Autor: Adriano da Silva Guimarães

Data da aprovação: 27 de Novembro de 2009

Classificação, conforme especificação acima:

Grau 1 ☒

Grau 2 ☐

Grau 3 ☐

Manaus 27 de Novembro de 2009

Assinatura do autor

O Estudo das Práticas de Governança Corporativa e Estrutura de Capital em uma Empresa de Capital Fechado: O caso BIPACEL.

Adriano da Silva Guimarães

Orientadora Joséte Florêncio dos Santos, Dra.

Dissertação apresentada como requisito complementar para obtenção do grau de Mestre em Administração, área de concentração em Finanças, do Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal de Pernambuco.

Recife, 2009

GUIMARÃES, Adriano da Silva

O estudo das práticas de Governança Corporativa e estrutura de capital em uma empresa de capital fechado: o caso BIPACEL / Adriano da Silva Guimarães – Recife : O Autor, 2009.

103 folhas

Dissertação (Mestrado) – Universidade Federal de Pernambuco. CCSA. Administração, 2009.

Inclui bibliografia, apêndices e anexos.

1. Governança Corporativa 2. Custo de Capital. 3. Administração de Empresas – empresa familiar. I. Título.

658.15

CDU (1997)

UFPE

658.4

CDD (22.ed.)

CSA2010-050

Universidade Federal de Pernambuco
Centro de Ciências Sociais Aplicadas
Departamento de Ciências Administrativas
Programa de Pós-Graduação em Administração – PROPAD
Mestrado Interinstitucional – MINTER/UNINORTE

Estudo das Práticas de Governança Corporativa e Estrutura de Capital em uma empresa de Capital Fechado: O caso BIPACEL

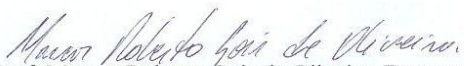
Adriano da Silva Guimarães

Dissertação submetida ao corpo docente do Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal de Pernambuco e aprovada em 27 de novembro de 2009.

Banca Examinadora:



Prof.ª Josete Florencio dos Santos, Doutora, UFPE (orientadora)



Prof. Marcos Roberto Gois de Oliveira, Doutor, UFPE (examinador externo)



Prof. Pierre Lucena Raboni, Doutor, UFPE (examinador interno)

Agradeço a Deus por me conceder a oportunidade de viver e permitir que eu
passasse por mais esta experiência de vida.

A minha esposa Laura Rebeca, por me apoiar durante esta árdua jornada.

A minha mãe, Antonia Costa, pelo amor incondicional e por sempre ter
acreditado em mim.

A minha orientadora que me motivou e ensinou a superar barreiras e limites
e a todos que contribuíram de modo direta ou indiretamente.

Agradecimentos

Agradeço a Deus por ter me dado a vida e pela sua misericórdia e graça, e por Jesus Cristo, meu Salvador e Senhor, no qual deposito minhas esperanças e busco abrigo e segurança. Agradeço pela força nas horas difíceis, em especial pela proteção ao longo desta caminhada.

Agradeço às duas pessoas que, sem sombra de dúvidas, foram e continuarão a serem as mais importantes em minha vida, minha mãe Antonia Ferreira, pelo carinho, apoio e incentivo a nunca desistir dos meus sonhos – passamos por diversos obstáculos juntos e considere este mais um. Agradeço, também, a minha esposa, Laura Rebeca, pelo amor incondicional dispensado a mim, pela compreensão nas horas de ausência e pelo apoio durante os momentos que fraquejei e pelas infinitas orações a Deus em meu favor – sou sinceramente muito grato.

Agradeço aos familiares e aos amigos, pelo carinho e compreensão da ausência durante todo o curso.

Aos professores do Programa de Pós-Graduação – Mestrado em Administração - PROPAD, pelos conhecimentos transmitidos ao longo do curso, especialmente aos professores Dra. Joséte Florêncio dos Santos, Dr. Pierre Lucena Rabone. Incluo aqui o agradecimento ao Dr. Milanez pelos momentos agradáveis que me estimularam a continuar. Agradeço ao Professor Dr. Marcos Roberto Góis fez sinceras e valiosas contribuições que enriqueceram o trabalho.

Agradeço, também, a UNINORTE, por ter possibilitado e viabilizado, junto com a Universidade Federal de Pernambuco, a realização deste mestrado interinstitucional e a

concretização de um sonho pessoal. Agradeço, pois, através desta iniciativa, pude qualificar e oferecer um trabalho com mais qualidade a meus alunos.

Aos colegas do mestrado, pela convivência harmoniosa e fértil e pela troca de experiências, em especial ao mestrando Mario Jorge Braga de Menezes que além de um colega de mestrado se mostrou um grande amigo e companheiro a todos os momentos difíceis.

A professora Dra. Joséte Florêncio dos Santos por ter aceitado a orientação deste estudo e me concedido a oportunidade de receber seus valiosos ensinamentos, que permitiram a elaboração desta pesquisa. Agradeço por nunca ter desistido de mim.

À equipe da secretaria do Programa de Pós-Graduação, pelo que contribuíram de uma forma ou de outra para a realização do meu objetivo. Em especial, a Élvia Carla, que sempre esteve receptiva a me ajudar na secretaria do curso, não apenas nas funções de rotina, mas sempre que tínhamos alguma dúvida sempre se mostrou muito prestativa.

Agradeço também a empresa BIPACEL por ter possibilitado a operacionalização e a todos os membros do Conselho de Administração pela receptividade e pelo compromisso de contribuir para o desenvolvimento de novos conhecimentos. Agradeço ao Presidente da empresa e ao grupo de diretores por facilitarem ao máximo a obtenção dos dados necessários para realização deste trabalho. A todos, o meu muito obrigado, vocês fizeram parte da minha e contribuíram para o meu sucesso.

De maneira geral, a todas as pessoas que direta ou indiretamente contribuíram, apoiaram e se dispuseram a ajudar durante todo o transcurso deste estudo, instigando-me a acreditar na minha capacidade e que venceria mais esta etapa.

“Seja forte e corajoso, porque você conduzirá este povo para herdar a terra que prometi sob juramento aos seus antepassados. Somente seja forte muito corajoso! Tenha o cuidado de obedecer a toda a lei que o meu servo Moises lhe ordenou; não se desvie dela, nem para a direita nem para a esquerda, para que você seja bem-sucedido por onde quer que andar. Não deixe de falar as palavras deste Livro da Lei e de meditar nelas de dia e de noite, para que você cumpra fielmente tudo o que nele está escrito. Só então os seus caminhos prosperarão e você será bem-sucedido. Não fui eu que lhe ordenei? Seja forte e corajoso! Não se apavore, nem desanime, pois o SENHOR, o seu Deus, estará com você por onde você andar”.

Josué 1.6-9

Resumo

O objetivo geral desta pesquisa foi analisar se a adoção das práticas de governança corporativa, sugeridas pelo código das melhores práticas do IBGC, influenciam a estrutura e o custo de capital da empresa familiar Bipacel. Quanto aos procedimentos metodológicos, realizou-se um estudo de caso da empresa familiar de capital fechado BIPACEL, em Manaus, quanto à natureza da pesquisa trata-se de pesquisa qualitativa, sendo o instrumento de coleta utilizado um roteiro de entrevista estruturado aplicado aos membros do Conselho de Administração e da Diretoria Executiva. Para a análise dos dados foi utilizada a técnica de triangulação e análise do discurso. Como principais resultados pode-se observar que a empresa adotou as práticas de governança corporativa, contudo não se identificou correlação entre as práticas de governança e custo de capital.

Palavras Chaves: Práticas de Governança Corporativa. Estrutura e Custo de Capital. Empresa Familiar.

Abstract

The objective of this research was to examine whether the adoption of corporate governance practices, suggested by the code of best practices IBGC influence the structure and the capital cost of the family business Bipacel. As the methodological procedures, there was a case study of privately held family business BIPACEL in Manaus, the nature of the research it is qualitative research and the collection instrument used a structured interview applied to the members Board of Directors and Executive Officers. For data analysis technique was used for triangulation and discourse analysis. As main results can be observed that the company adopted the corporate governance practices, but no correlation was found between governance practices and cost of capital.

Keywords: Practice for Corporate Governance. Structure and Cost of Capital. Family Business.

Sumário

1 Introdução	14
1.1 Apresentação do problema	14
1.2 Justificativa e relevância	16
1.3 Objetivos	19
1.3.1 Objetivo geral	19
1.3.2 Objetivos específicos	19
1.4 Estrutura da Dissertação	20
2 Referencial Teórico	21
2.1 Governança Corporativa	21
2.1.1 Teorias da Governança Corporativa	23
2.1.2 Mecanismos Voluntários de Proteção	26
2.1.3 Qualidade das Práticas de Governança Corporativa, Desempenho e Valor da Firma.	29
2.1.4 Determinantes Estruturais do Modelo de Governança Corporativa	33
2.1.5 O Conselho de Administração como mecanismo de Governança Corporativa	34
2.2 Estrutura e Custo do Capital	40
2.3 Fatores que afetam o Custo de Capital	43
2.3.1 Teoria dos Custos de Agência	43
2.3.2 Disclosure e Assimetria de Informações	46
3 Método	49
3.1 Delineamento da Pesquisa	49

3.1.1. Variáveis utilizadas	51
3.2 Estratégias da pesquisa	51
3.2.1. Determinação das Práticas de Governança Corporativa Adotadas pela Empresa BIPACEL	51
3.2.2 Método de Determinação do Custo de Capital	53
3.3 Coleta de dados	53
3.4 Limitações do estudo	55
4 Análise dos Resultados	56
4.1 Conselho de Administração	57
4.1.2. Auditoria Independente e Comitês Auditoria	60
4.1.3. Reeleição, Avaliação, Periodicidade das Reuniões e o Relacionamento com a Diretoria Executiva.	63
4.1.4. Interdependência entre Presidente do Conselho e o Presidente da Empresa	64
4.2. Gestão Profissional e Sucessão Familiar	65
4.3. Transparência e Prestação de Contas	72
4.4. Custo de Capital da Empresa	74
5 Conclusão	82
Referências	87

1 Introdução

1.1 Apresentação do problema

Adoção das práticas de Governança Corporativas vem se intensificando no mundo após uma série de escândalos e denúncias que ocorreram recentemente nos Estados Unidos e Europa e acabaram alastrando-se pela América Latina e Ásia. Casos como os que ocorreram em 2002 com empresas como a Enron, Worldcom, Xerox, Vivendi, Royal Ahold, Parmalat entre outras, que foram acusadas de fraudes contábeis, adulteração de balanços, negociação de valores mobiliários das companhias por gestores com informações privilegiadas e evasão fiscal. Estes eventos contribuíram e fomentaram o desenvolvimento de um cenário de maiores incertezas e riscos para os investidores, sendo que estes passaram a demandar por mecanismos eficientes que assegurasse o retorno do investimento mesmo cercado por incertezas e riscos (BYRNE, 2002; SILVEIRA, 2004; BECHT, BOLTON E RÖEL, 2005).

A Governança Corporativa, desde então, passou a receber grande atenção por parte das organizações, tanto de ensino, quanto do segmento empresarial por apresentar uma proposta de resolução aos problemas instalados através da reconciliação de interesses entre investidores e tomadores de capital (BECHT, BOLTON E RÖEL, 2005). Lethbrigde (1997) no fim da década de 1990 conceituou a governança corporativa como a representação de um conjunto de instituições, regulamentos e convenções culturais que regem a relação entre as administrações das empresas e os acionistas ou outros grupos as quais as administrações devem prestar contas. Para Siffert (1998) a governança corporativa esta fundamentada nos sistemas de controle e monitoramento definidos pelos acionistas controladores de uma determinada corporação, de modo que as decisões tomadas pelos agentes sobre a alocação dos recursos estejam de acordo com o interesse dos proprietários.

Segundo Helfert (2000), Mattedi (2006) e Rogers(2006) a qualidade das práticas de governança corporativa influencia no desempenho organizacional, nas tomadas de decisões dos gestores (decisões de buscar financiamentos e decisões operacionais) e dos investidores (decisões de investimento), contribuindo para o desenvolvimento do mercado de capital, através do aumento do volume de negociação, da liquidez e valorização dos papéis negociados, reduzindo os efeitos da volatilidade das ações e atraindo maiores investimentos.

A temática, deste modo, passou a constar na agenda de pesquisa dos acadêmicos e se tornou tema recorrente de grandes corporações. Diversos estudos foram realizados por pesquisadores do mundo todo tentando descobrir a relação existente entre a Governança Corporativa e o desempenho das organizações (LA PORTA et. al., 1997; SROUR, 2002), contudo, grande parte dos estudos estava direcionada a empresas de capital aberto, sendo encontrados poucos trabalhos realizados em empresas de capital fechado.

Estudos realizados no Brasil tiveram como objetivo analisar se há relação positiva entre as práticas de Governança Corporativa adotada pelas empresas e o desempenho corporativo das companhias de capital aberto. Pode-se citar as pesquisas realizadas por Almeida, Almeida, Ness Júnior. (2001), Srour (2002), Silveira, Fama, Barros (2002), Okimura, Oliveira e Rocha (2002), Comerlato, Terra e Braga (2002), Coutinho, Oliveira e Da Motta (2003), Carvalho (2003), Batistella et al. (2004), Aguiar, Corrar e Batistella (2004), Rogers (2006) e Costa (2008) que buscaram identificar a existência de uma correlação entre a Governança Corporativa e o desempenho corporativo.

Entre alguns estudos realizados, pode-se citar o realizado por Costa (2008) que teve como objetivo verificar se as Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa tinham uma correlação direta com o desempenho empresarial e com as estratégias de negócio das empresas, concluindo que a Governança não apresenta influência significativa no desempenho

empresarial das organizações. Costa (2008) chegou à conclusão que existiam outras variáveis que se somavam a Governança Corporativa.

As empresas de capital aberto ao adotarem as práticas de governança corporativa tendem a obter melhores resultados em relação aquelas que não adotam tais práticas, segundo estudos realizados (BATISTTELA ET AL, 2003; ROGERS, 2006). Não obstante, nos trabalhos realizados por Alves et. al (2006) e Silveira (2004) não foi encontrada correlação positiva entre governança corporativa e desempenho empresarial. Entretanto, durante a construção da fundamentação teórica não foram encontrados trabalhos que visassem estudar a relação entre governança corporativa e estrutura e custo de capital em empresas familiares de capital fechado. Desta forma o estudo objetiva analisar se a adoção das práticas de governança corporativa, sugeridas pelo código das melhores práticas do IBGC, influencia a estrutura e o custo de capital da empresa familiar de capital fechado Benaion Papel e Ceculose – BIPACEL.

O tema em questão torna-se relevante por existir poucos estudos voltados para relacionar Governança Corporativa e Custo de Capital de empresas de capital Fechado. Portanto, a problemática deste trabalho está focada em estudar se a adoção das melhores práticas de Governança Corporativa por uma empresa familiar de capital fechado pode influenciar no custo e na estrutura de capital da organização.

1.2 Justificativa e relevância

O ambiente no qual as empresas estão inseridas está cada vez mais competitivo e dinâmico, impondo às organizações a adoção constante de práticas que proporcionem maior eficiência aos processos e maior eficácia. A governança corporativa vem ganhando espaço no âmbito corporativo e são amplamente adotadas em países como estados Unidos e Inglaterra,

porém encontrava-se em fase embrionária nos países emergentes, como no caso do Brasil (BYRNE, 2002; SROUR, 2002), representando uma das causas para a atrofia do mercado de capitais desses países (ROGERS, 2006).

Deste modo, as empresas perceberam que a adoção das boas práticas de Governança Corporativa tornou-se um fator decisivo, para o melhor desempenho, e estratégico para a sobrevivência das organizações, além de ser vital para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro. Através dos princípios consagrados no código da IBGC, dos quais podemos citar (i) Transparência, (ii) Equidade, (iii) responsabilidade de prestação de contas, e (iv) obediência às leis, busca-se atingir tais objetivos, reduzindo-se os conflitos entre sócios e gestores.

Silveira (2004) cita como exemplos de mecanismos de governança corporativa o conselho de administração, a estrutura de propriedade e controle, a política de remuneração, a estrutura de capital, a competição de mercado de mão de obra dos gestores, a existência de um mercado de aquisições hostil e a publicação de relatórios regulares pelas companhias.

Inicialmente a Governança Corporativa era aplicada por empresas listadas em bolsas, sendo utilizada como mecanismo para reduzir conflitos entre acionistas e gestores e entre acionistas controladores e minoritários, objetivando, desta forma, a preservação dos direitos dos acionistas controladores e minoritários (BERLE E MEANS, 1932) e o desenvolvimento do mercado de capitais (SILVEIRA, 2004; SROUR, 2005; ROGERS, 2006). Para Srouer (2005) e Ramos e Martinez (2006) a falta de transparência e a conduta nem sempre correta prejudica e atrofia o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, prejudicando o acionista minoritário, acumulando, entretanto, um prejuízo para a economia brasileira como um todo. Não obstante, deve-se ressaltar que a adoção das boas práticas de Governança Corporativa não é exclusiva de empresas de capital aberto listadas em bolsa de

valores, podendo ser estendida a empresas não-listadas na bolsa, uma vez que, segundo Maron e Souza (2006) podemos entender a governança corporativa como mecanismo de maximização do valor da sociedade que facilita a sua captação de recursos e contribui para sua perenidade.

A temática a ser desenvolvida neste trabalho esta direcionada a estudar como as Práticas de Governança influencia na Estrutura e no Custo de Capital das empresas de Capital Fechado. Enfim, esta pesquisa direciona-se a estudar: como as práticas de governança, em empresas de capital fechado, influenciam na estrutura e no custo de capital e se após adoção a empresa passa a obter capital de forma mais facilitada?

O tema foi escolhido devido a pouca produção acadêmica direcionada a estudar as influências da governança corporativa sobre as variáveis de desempenho e estrutura e custo de capital. A importância do estudo para o desenvolvimento da Região Norte do país, foi outro fator motivador, uma vez que a empresa objeto do trabalho foi uma empresa familiar de capital fechado, tradicional do Estado do Amazonas.

O trabalho foi um estudo de caso realizado na empresa Benaion Indústria de Papel e Celulose – Bipacel, sendo a seleção da empresa, caracterizada como o objeto de estudo ou unidade de análise da pesquisa, direcionada pelos seguintes critérios: a) Ser empresa de Capital Fechado da Região Norte do país; b) Ser uma companhia sólida e importante para a economia da Região; c) Ter adotado as Práticas de Governança Corporativa a pelo menos quatro anos; d) Ser empresa Familiar. Conforme os critérios estabelecidos, selecionou-se a empresa Bipacel, por atuar na região norte há aproximadamente 20 anos, sendo uma marca tradicional e conhecida nos Estados do Amazonas, Amapá, Para, Acre, Rondônia e Roraima, região que apresenta alto grau de dependência das empresas multinacionais instaladas no pólo industrial de Manaus, empresas de capital aberto listadas em bolsas do mundo inteiro.

Existe uma necessidade grande do desenvolvimento da região amazônica para o país, onde a economia gira em torno das indústrias multinacionais instaladas na Zona Franca de Manaus, colocando as empresas locais em segundo plano. Neste sentido se faz vital, a disseminação e adoção das praticas de governança corporativa no mercado amazonense tendo como alvo o fortalecimento e valorização das empresas locais e maior proteção dos fornecedores de recursos. Este, então, surge com a proposta de ser uma gota no oceano, uma vez que, devido à inexistência de publicações sobre o tema na região no Brasil e na Região Norte. Por fim, a realização de uma pesquisa desta natureza, poderá incentivar outros estudos voltados para o tema, na proposta de disseminar os conceitos, princípios e praticas de governança e suas particularidades existentes no mercado amazonense.

1.3 Objetivos

No intuito de responder o problema de pesquisa supracitado, tornam-se necessário definir alguns objetivos de pesquisa, expostos a seguir.

1.3.1 Objetivo geral

Analisar se a adoção das práticas de governança corporativa sugeridas pelo código das melhores práticas do IBGC influencia a estrutura e o custo de capital da empresa familiar de capital fechado Bipacel.

1.3.2 Objetivos específicos

- Identificar as práticas de Governança Corporativa adotadas pela empresa Bipacel;

- Conhecer a percepção dos membros do Conselho de Administração e da Diretoria Executiva da empresa Bipacel quanto aos benefícios gerados pela adoção das práticas de governança;
- Identificar a estrutura de capital da empresa BIPACEL;
- Verificar se após a adoção das praticas de Governança a empresa passou a encontrar maior facilidade na obtenção de capital;

1.4 Estrutura da Dissertação

O presente estudo encontra-se dividido em cinco partes. Na primeira parte, é constituída da introdução que aborda a temática do trabalho, apresentando uma visão geral e ampla acerca do tema de pesquisa, sendo, portanto, dividida em quatro seções a seguir: Apresentação do problema, Justificativa e Relevância, Objetivos que estão subdivididos em Objetivo Geral e Especifico e por último, a Estrutura da Dissertação.

No segundo capítulo está apresentada a fundamentação teórica relacionada direta ou indiretamente ao tema central, objetivo desta pesquisa, isto é, abordará a Teoria do Custo de Capital e as Praticas de Governança Corporativa.

O terceiro capítulo apresenta a metodologia de pesquisa, onde será descrito os procedimentos metodológicos que serão utilizados na pesquisa.

No quarto capítulo está apresentada a análise dos resultados, onde foi abordado e confrontado as respostas dos pesquisados com a literatura pesquisa. Tendo a análise como base, em seguida foi elaborada a conclusão do trabalho.

2 Referencial Teórico

Neste capítulo são apresentados os principais conceitos e estudos realizados nos últimos anos que serviram de base para a confecção do referencial teórico que balizou este trabalho de dissertação de mestrado. O objetivo do capítulo é apresentar as principais teorias desenvolvidas sobre práticas de governança corporativa, tanto no cenário global, quanto no cenário nacional. A partir deste ponto, segue-se para discutir as decisões de estrutura e custo de capital e apresentar as principais metodologias existentes para definição do custo de captação. Ainda nesta seção, discorre-se sobre o segmento de papel e celulose no Brasil, onde se descreve as principais características e dinâmica do setor.

2.1 Governança Corporativa

A adoção de práticas de Governança Corporativa vem se intensificando no mundo inteiro devido a uma série de escândalos e denúncias que ocorreram recentemente nos Estados Unidos e Europa e alastram-se na América Latina e Ásia. Casos como os que ocorreram em 2002 com empresas como a Enron, Worldcom, Xerox, Vivendi, Royal Ahold, Parmalat entre outras que foram acusadas de fraudes contábeis, adulteração de balanços contábeis, negociação de valores mobiliários das companhias por gestores com informações privilegiadas e evasão fiscal fortaleceram os interesses e expectativas sobre o tema (BECHT, BOLTON E ROELL, 2002).

Esta série de eventos criou um cenário de maior incerteza, potencializando os riscos existentes, contribuindo para onerar o custo na captação de capital junto a fornecedores e investidores. Estes, por sua vez, passaram a exigir mecanismos de proteção eficientes que protegessem os acionistas da expropriação pelos administradores e expropriação dos

minoritários por parte dos acionistas majoritários (SILVEIRA, 2004). Ainda segundo Silveira (2004) o desenvolvimento e disseminação das práticas de governança corporativa se devem ao ativismo de investidores institucionais¹ iniciados no EUA na década 1980.

Os principais fatores que contribuíram para intensificar os debates no mundo acadêmico e empresarial sobre a Governança Corporativa para Becht, Bolton e Roell (2002) foram às privatizações realizadas pelo poder público nas últimas décadas, seguida pelo crescimento da poupança privada e as reformas dos fundos de pensões; a onda de *Take-Overs* na década de 1980; a maior integração dos mercados de capitais e a desregulamentação; a crise Asiática de 1998 que tornou mais relevante os debates acerca dos mecanismos de Governança Corporativa em países menos desenvolvidos e a série de escândalos, fraudes e fracassos ocorridos com empresas nos Estados Unidos no início da década.

Para Byrne (2002) a adoção as práticas de governança tem sido pauta constante na agenda de pesquisa de países desenvolvidos e recebido enorme atenção, por parte do mercado de capitais destes países como é o caso dos Estados Unidos e Europa, porém, em economias emergentes, como Brasil, Argentina, Chile e outros, encontra-se em fase embrionária. No caso específico do Brasil apesar das reformas no Sistema Financeiro Nacional e da iniciativa da Bovespa na consecução de mecanismos de adesão voluntárias às práticas de governança corporativa configuram-se como o início de uma longa jornada, sendo que tais práticas ainda se encontram em estágio prematuro e incipiente (BYRNE 2002; CARVALHO 2003; OLIVEIRA E SILVA 2004). Zingales (2001) ainda assevera ao afirmar que em “mercados emergentes, no tangente aos direitos dos acionistas, há problemas estruturais” que precisam ser revistos.

¹ Investidores Institucionais, seguindo Silveira (2004) englobam os fundos de pensão, os fundos mútuos, fundos de investimento e as companhias de seguro.

Em pesquisa realizada por Oliveira e Silva (2004) os autores identificaram que a disseminação da Governança Corporativa vem se intensificando entre os bancos e que estes têm aumentado as exigências para que os clientes “pessoa jurídica” passem a adotar práticas de Governança. Não obstante, a viabilização dos financiamentos e empréstimos figura como instrumento de coerção, i.e., empresas que evoluem nas práticas de governança tendem a captar recursos com maior facilidade, enquanto que empresas que não apresentem evoluções têm se deparado com obstáculos na captação de recursos.

As práticas de governança corporativa surgem, então, como um conjunto de mecanismos que devem, conforme Oliveira e Silva (2004) serem estudados e adotados, sem se subtrair do seu contexto local e cultural, para assegurar aos investidores o retorno de seus investimentos.

2.1.1 Teorias da Governança Corporativa

A Teoria da Governança Corporativa surge com os trabalhos de Berle e Means na década de 30 dando origem ao clássico Conflito do Agente ou Conflito de Agência que só veio a ser institucionalizada em 1976 por Jensen e Meckling (1976). O conflito de agência compreende a relação entre investidor (principal) e o administrador (agente), onde o principal tem poder sobre o agente que deve tomar decisões que resultem em resultados alinhados com os objetivos do principal.

O conflito é originado quando as decisões tomadas pelos administradores não buscam atender aos objetivos dos acionistas. Para Oliveira e Silva (2004) a relação de agente e principal deve ser regida através de um contrato que especifique os objetivos definidos pelo principal e a recompensa paga ao agente na realização dos objetivos. Silveira (2004) entende que os conflitos entre acionista e agente seriam minimizados através do monitoramento dos

executivos pelos acionistas e o pré-estabelecimento de incentivos contratuais apropriados ao desempenho das decisões tomadas.

Com o aparecimento das modernas corporações caracterizadas pela separação entre controle e gestão, nasce a necessidade de mecanismos de controle capazes de monitorar as firmas, definido como Governança Corporativa (SIFFERT, 1998).

No entendimento de Shleifer e Vishny (1997) a governança corporativa pode ser definida como um conjunto de mecanismos através dos quais os fornecedores de recursos (acionistas) garantem que obterão para si o retorno sobre o investimento realizado. Na visão dos autores a governança tem a função de possibilitar meios através dos quais, os acionistas possam monitorar as decisões tomadas pelos gestores, garantindo que o mesmo trabalha para alcançar os objetivos dos sócios.

Para La Porta et al. (2000) Governança são os mecanismos utilizados com objetivo de proteger os investidores. Siffert (1998) entende que a governança corporativa é um sistema, definido pelo acionista, de controle e monitoração da gestão com finalidade de garantir que os recursos sejam alocados de modo eficiente e eficaz, evitando as decisões motivadas por objetivos pessoais dos administradores. Lethbridge (1997) fortalece este pensamento quando afirma que promover o controle e monitoramento por parte dos acionistas tem sido um dos principais motivos das tentativas de reformular sistemas de *corporate governance* de mercados como o dos Estados unidos e Reino unido.

Avançando no entendimento sobre Governança Corporativa, Lethbrigde (1997) apresenta um conceito mais amplo, sendo que para o autor a Governança Corporativa é “um conjunto de instituições, regulamentos e convenções culturais, que rege as relações entre as administrações das empresas e os acionistas ou outros grupos, aos qual a administração deva prestar contas.”

Segundo a CVM (2002) a Governança Corporativa pode ser entendida como:

[...] o conjunto de práticas que tem por finalidade aperfeiçoar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital. A análise das práticas de governança corporativa aplicada ao mercado de capitais envolve, principalmente: transparência, equidade de tratamento dos acionistas e prestação de contas.

A separação entre propriedade e controle tende a aumentar o conflito de agência e, conseqüentemente, o aumento do risco dos recursos fornecidos pelos investidores de não serem alocados corretamente. A qualidade da governança corporativa assume, assim, papel fundamental nas tomadas de decisões relativas à seleção de investimentos.

O retorno sobre os investimentos sofre influências da separação entre propriedade e controle, onde o risco dos recursos dos investidores não serem bem empregados ocorre em cenários onde a separação entre propriedade e controle são mais pulverizadas. Isto acaba por gerar conflitos entre executivos e investidores que passam a e o grau de qualidade das práticas de Governança torna-se fator preponderante para a tomada de decisão. Silveira (2004) Já em estruturas com maior concentração da propriedade, os próprios fornecedores de recursos assumem o papel do gestor, erradicando os custos gerados por esse conflito. Entretanto, o problema de governança corporativa no mercado brasileiro difere e muito do mercado americano, pois a estrutura de propriedade no mercado norte-americano, caracterizada por ser pulverizada existindo uma separação clara entre os acionistas e gestores.

No Brasil esta separação não é tão óbvia, uma vez que o mercado é caracterizado por ter uma estrutura mais concentrada e contando sempre com a presença de um acionista controlador. La Porta et al. (2000) também entedia a governança corporativa como sendo um conjunto de mecanismos com objetivo de proteger investidores externos da expropriação dos internos (gestores e controladores).

Baseado em Jensen (2001) entende-se a governança corporativa como uma estrutura de controle de alto nível, consistindo dos direitos de decisões do conselho de Administração e do diretor executivo, dos procedimentos para alterá-los, do tamanho e composição do conselho de Administração e da compensação e posse de ações dos gestores e conselheiros.

2.1.2 Mecanismos Voluntários de Proteção

Para La Porta et al. (1998), Carvalho (2003) uma forma de minimizar o conflito de agência é através do fortalecimento e ajuste do sistema jurídico, porém mudança no sistema jurídico se mostram lentas. Desta forma, na tentativa de desenvolver o mercado brasileiro e proporcionar melhor proteção ao acionista majoritário e minoritário, surgem os mecanismos de adoção voluntários de governança (SOARES, 2003). Segundo Silveira (2004) o mercado brasileiro tem como característica a concentração da propriedade na mão de grupos familiares e que é alimentada por um círculo vicioso que não incentiva as empresas a adotarem melhores práticas de governança corporativa e nem os investidores a aplicarem seus recursos nas companhias.

Soares (2003) e Rogers (2006) descrevem o mercado brasileiro como sendo atrofiado e incipiente. Para Siffert (1998) e Corrêa e Almeida Filho (2003) de 60 até os tempos atuais o mercado brasileiro apresentou pouca diferença quanto à concentração de propriedade. Contudo uma série de estudos defende que o nível de proteção dispensada aos acionistas minoritários, às intermediações financeiras e o desenvolvimento do mercado de capitais tem relação positiva entre si (La Porta et al. 1997, 1998; Gleaser, Johnson e Shleifer, 2001). Assim, se faz necessário a criação de mecanismos voluntários, uma vez que de reformas no sistema legal apresentam enormes obstáculos. Desta forma, os mecanismos

voluntários de adoção as práticas de Governança aparecem como uma medida mais factível (CARVALHO, 2003).

A Comissão de Valores Mobiliários lançou uma cartilha em 2002 contendo recomendações relativas à adoção voluntária as boas praticas de governança corporativa, que segundo a entidade, tais praticas significavam a utilização de padrões de conduta superiores aos exigidos pela lei, ou pela regulamentação da própria CVM, sendo que tal cartilha, não constitui uma norma cujo descumprimento seja passível de punição pela CVM. Para a entidade, a adoção as boas praticas de Governança contribuem para o aumento do valor da empresa uma vez que repercute na redução do custo de capital, aumentando, assim, a viabilidade do mercado como alternativa de captação de recursos (CVM, 2002).

A CVM argumenta que a análise das práticas de governança auxilia na decisão de investimento, pois elas determinam o nível e as formas de atuação que os investidores podem ter na companhia, possibilitando-lhes exercer influência no desempenho da mesma. Empresas que adotam sistemas de governança que protejam investidores (Majoritários e Minoritários) tendem a ser mais valorizadas, por representarem menores riscos de apropriação indevida para os investidores. A adoção das Boas Praticas de Governança Corporativa, segundo a CVM, são um conjunto de mecanismos através dos quais investidores, incluindo controladores, se protegem contra desvios de ativos por indivíduos que têm poder de influenciar ou tomar decisões em nome da companhia (CVM, 2002).

Quanto mais eficaz e eficiente forem as Práticas de Governança Corporativa adotadas por uma empresa, mais atraente ela se torna para o investidor, por proporcionar maior segurança quanto ao retorno do investimento, facilitando a tomada de decisão. A governança Corporativa tem como foco na proteção dos acionistas (minoritários) e na transparência das informações divulgadas para o mercado, sendo que em 1997, na Alemanha,

foi criado um seguimento acionário denominado de *Neuer Markt*, motivando outros países a tomarem medidas semelhantes voltadas a estreitar o relacionamento entre empresas e acionistas (CARVALHO, 2003).

A Bovespa a partir de 2000 implantou praticas voluntárias de Governança na tentativa de desenvolver o mercado de capitais brasileiro, concebendo, assim, os níveis diferenciados de Governança e o Novo Mercado. As empresas que migram para o Novo Mercado ou para os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa comprometem-se, voluntariamente, a conceder maiores direitos aos acionistas, prestar informações transparentes e de qualidade, investir na qualidade das praticas de governança corporativa alem de cumprirem as obrigações legais (CARVALHO, 2003; SOARES, 2003).

O estudo se concentrou em avaliar o impacto da adoção das praticas de Governança sobre o desempenho dos valores das ações de sete empresas do segmento de celulose e papel listadas na bolsa, sendo que as empresas que migraram para o novo mercado e para os níveis diferenciados de Governança obtiveram melhores resultados do que aquelas que não adotaram praticas diferenciadas de governança. O autor encontrou que existe uma relação positiva entre valor das ações e praticas de governança corporativa.

Para Batistella, Corrar, Bergamann e Aguiar (2004) não existem padronização no relacionamento e na estrutura dos segmentos de Novo Mercado que surgiram até o momento. Em Portugal e Alemanha o Novo mercado esta direcionado a empresas de tecnologia e inovadoras, fato que motivou a extinção do *Neuer Markt na Alemanha em 2002*, no Brasil, a expectativa é que as empresas listadas na Bovespa aderissem, espontaneamente, às diferenciadas práticas de governança corporativa.

Para Silveira (2002):

o senso comum indica que empresas com uma estrutura de governança corporativa mais adequada às práticas recomendadas pelos agentes obtenham melhores resultados e também sejam mais bem avaliadas pelo mercado no preço de suas ações do que empresas com uma estrutura de governança não tão adequada, *caeteris paribus*. Desta forma, parece estar implícita a hipótese de que a estrutura de governança corporativa da empresa afeta seu desempenho e valor de mercado.

Para encerrar este tópico, percebe-se que a baixa proteção ao investidor minoritário é um dos principais fatores para o baixo desenvolvimento do mercado de capitais (LA PORTA et al. 1997, 1998; CARVALHO, 2000); sendo a governança corporativa, através dos mecanismos voluntários, o ator principal para o desenvolvimento do mercado brasileiro, pois garante maior proteção ao acionista minoritário (BARROS et al. 2000).

2.1.3 Qualidade das Práticas de Governança Corporativa, Desempenho e Valor da Firma.

Barros, Silveira, e Famá (2004) realizaram uma pesquisa cujo objetivo era o de investigar influência da qualidade da governança Corporativa sobre o valor de mercado das companhias brasileiras abertas em 2002, onde os autores utilizaram um índice de governança corporativa. Os resultados obtidos demonstraram uma relação positiva e significativa, segundo os autores, entre a qualidade da governança e o valor de mercado das empresas, i.e., quanto melhor for o grau de qualidade da governança corporativa, melhor também será o seu valor de mercado.

Amostra do trabalho contou com 154 empresas abertas em 2002. As principais contribuições do estudo foi que o estudo discute a importância dos instrumentos utilizados para minimizar os efeitos das endogeneidade e por propor novos instrumentos para ser utilizados em pesquisas semelhantes; o estudo também concebe a governança corporativa constituída de variáveis exógenas e endógenas, além de comparar resultados alcançados entre governança e valor de mercado através de modelos econométricos, aplicados em ordem

crescente de complexidade. Por fim, deve-se observar que os resultados obtidos no estudo são equivalentes a trabalhos internacionais publicados entre 2001 e 2004 que utilizaram índices de governança corporativa amplos, encontrando como resultado uma correlação positiva entre governança corporativa e valor empresarial de mercado (BLACK, 2001; DURNEV E KIM, 2003, BROWN E CAYLOR, 2004, ALMEIDA E SANTOS, 2008).

Durnev e Kim (2005) realizam um estudo com o objetivo de estudar as praticas de governança e divulgação de informações de empresas de 27 países, entre eles Brasil, Argentina, Chile Peru, Colômbia, Austrália, África do Sul entre outros, sendo que os autores encontram enormes variações quanto à qualidade das praticas de governança e *disclosure* nos resultados encontrados. A partir da pesquisa, os autores formularam um modelo teórico que identifica que há uma forte correlação positiva entre praticas de governança/ disclosure e [i] oportunidade de investimento; [ii] necessidade de financiamento externo e [iii] estrutura e propriedade.

Conclui-se que os três atributos têm uma forte correlação positiva com a qualidade da governança e disclosure, i.e., as empresas tendem a investirem mais na qualidade das praticas de governança e divulgação de informações quando existem estes fatores. Segundo, ainda, Durnev e Kim (2005) O desempenho e valor das empresas tem uma relação direta com a qualidade de suas praticas de governança e disclosure, i.e., há uma maior valorização, por parte dos investidores, em empresas que adotam tais praticas e alcançam níveis elevados de qualidade.

Durnev e Kim (2005) encontraram que as praticas de governança corporativa tinham relação direta com o ambiente legal, confirmando, assim, os trabalhos de La Porta et al. (1998) e Klapper e Love (2002) que conclui que as praticas de governança tendem a ser mais adotadas em países com baixa proteção aos acionistas. Contudo, Durnev e Kim (2005)

acrescem que a qualidade da governança e disclosure tendem a ser mais fracos em países que apresentam um sistema legal forte de proteção ao acionista. Sendo assim, os autores concluíram que o sistema jurídico e valor das empresas têm relação significativa e direta.

Para Klapper e Love (2002) demonstram através de testes empíricos (mensurado pelo Q de Tobin e ROA), que a qualidade da governança corporativa depende, ou melhor, esta correlacionada positivamente com [i] o desempenho operacional da empresa e [ii] devido à avaliação do mercado. Ainda segundo Klapper e Love (2002) e corroborado Carvalho (2003) sugerem que as empresas que atuavam em mercados pobres e com baixa proteção aos acionistas, na tentativa de melhorarem seu desempenho e avaliação, podem dispor no seu estatuto a adoção e aperfeiçoamento das praticas de governança.

Os autores apontam para a importância das políticas dos resultados encontrados no trabalho, uma vez que a reforma e fortalecimento de um sistema jurídico (das leis de proteção aos acionistas) e a melhora da qualidade é um processo moroso, difícil e que depende do interesse e apoio de diversos grupos políticos. Para Klaper e Love (2002) a empresa pode reduzir o custo de capital através da adoção das praticas de governança corporativa, podendo melhorar seu desempenho e seu valor de mercado. Conforme Oliveira e Silva (2005) a governança corporativa assume papel de destaque e que em países emergentes vem dando passos largos, uma vez que estas economias precisam desenvolver seus mercados acionários e a governança corporativa esta associada a praticas mais justas e adequadas de relacionamentos com os investidores.

A Bovespa vem buscando através do “Novo Mercado”, o que segundo Carvalho (2003) é mecanismos de adoção voluntária, uma vez que reformas legislativas para o aumento da proteção dos investidores encontram diversas barreiras, busca destacar as empresas que adotam praticas justas e efetivas de governança. Segundo Oliveira e Silva (2005) receber o

certificado da Bovespa pode significar redução do risco para o investidor e conseqüentemente a redução do custo e como conseqüência a valorização da empresa. Segundo Carvalho (2003) a migração das empresas para os níveis do Novo Mercado tem impacto positivo sobre o valor das ações, aumentando o volume de negociação e na liquidez. Outro resultado encontrado foi à redução da volatilidade macroeconômica e redução do risco das empresas que migram para o novo mercado, contudo os autores são cautelosos com esses resultados.

Almeida e Santos (2008) realizaram um estudo com objetivo de testar a relação entre as variáveis endógenas e as praticas de governança de 101 empresas de capital aberto. A análise foi realizada através de técnicas econométricas de regressão linear múltipla com aplicação dos mínimos quadrados ordinários. Com base nos dados fornecidos à CVM em 2005, os autores chegaram à conclusão que o tamanho é uma variável endógena que tem relação positiva com melhores praticas de governança corporativa, i.e., as empresas que possuem maior volume de capital tendem a adotar as melhores praticas de governança corporativa. Almeida e Santos (2008) também concluíram que a tangibilidade das empresas tem correlação negativa. Empresas com alto grau de imobilização do capital apresentaram menores níveis quanto à qualidade das praticas de governança adotada.

Os resultados encontrado pelos autores confirmam os resultados obtidos por Kappler e Love (2002), Black et al. (2003), Durnev e Kim (2003), onde encontraram relação negativa entre tangibilidade e praticas de governança; contudo a pesquisa conduzida por Silveira et al. (2007) obtiveram como resultado correlação positiva entre praticas de governança e tangibilidade. Não obstante, empresas com alto grau de investimento em ativos intangíveis, por sua vez, devem apresentar melhores praticas de governança como atrativo para captar recursos junto aos investidores.

2.1.4 Determinantes Estruturais do Modelo de Governança Corporativa

Um dos elementos estruturais segundo os estudos de La Porta et al. (1998 e 1999), Claessens et al. (2002) e Beck et al. (2001) que analisaram o nível de proteção legal dispensada aos investidores e a sua aplicabilidade têm relação positiva com a estrutura de propriedade, política de dividendos, disponibilidade de recursos externos e a valorização dos papéis da empresa no mercado. Conforme a pesquisa dos autores, quanto melhores forem os mecanismos legais de proteção e quanto mais eficientes for sua aplicabilidade, menores serão os riscos de expropriação dos acionistas e mais dispersa será a propriedade.

Himmelberg (2001) discute que a proteção ao investidor, além de ter o fator exógeno, também tem um fator endógeno. Entende-se por fator exógeno, a proteção legal e sua aplicabilidade, estando este fora do alcance da empresa e o fator endógeno, ou interno, trata-se do nível de proteção que a empresa ofereça aos seus acionistas. Deste modo, é possível que uma empresa possa oferecer diferentes níveis de interesse, dependendo do seu interesse pela Governança Corporativa.

Pode-se citar como exemplo brasileiro o caso das companhias de capital aberto que devido ao maior interesse de captação de recursos a um custo mais baixo, divulgam suas Demonstrações Financeiras, Estratégias da Companhia, Fatos de acentuada relevância, Aderem aos Níveis de Governança da Bovespa entre outras atitudes, a fim de mostrarem maior segurança aos investidores. As companhias de Capital fechado, por outro lado, não apresentam tal gama de informações, fornecendo um nível de proteção diferenciado ao investidor.

2.1.5 O Conselho de Administração como mecanismo de Governança Corporativa

A marca das organizações modernas é a separação entre propriedade e controle, onde os acionistas delegam poder e autoridade para os administradores com a missão de maximizar a riqueza dos acionistas. Contudo, nem sempre os administradores trabalham e tomam decisões orientadas pela missão de maximizar a riqueza dos acionistas, criando um conflito entre acionistas e gestores.

Devido, a separação entre propriedade e controle e a conseqüente geração de conflitos entre acionistas e gestores, fez com que surgisse a necessidade da criação de mecanismos que alinhassem os interesses dos gestores aos dos acionistas, a fim de fazer com que os agentes tomassem as decisões no melhor interesse de todos os acionistas, entendido como a maximização da riqueza a partir do que foi investido (SILVEIRA, 2002).

Na década de 90, La Porta et al. (1998 e 1999) após realizarem uma série de estudos sobre as diferenças entre vários mercados de capitais objetivando identificar as causas e conseqüências da concentração de propriedade, característicos de alguns países, como Brasil, Alemanha e Japão, identificaram que países com alta proteção ao acionista, dominados pelo sistema *Common Law*, apresentaram menor concentração de propriedade, enquanto que países que apresentaram baixa proteção, dominados pelo sistema *Civil Law*, demonstraram maior concentração da propriedade e que neste países o acionista controlador era, na sua maioria, grupos familiares ou o Estado.

Na pesquisa realizada em 1999, o estudo tinha uma amostra de 27 países, onde foi usado como critério a escala (escala de zero a cinco pontos) de proteção de La Porta et al. (1998), formando dois grupos, um contendo 12 países com média superiores a 4 ou 5 pontos e

outro grupo com 15 países, com média abaixo de 4, sendo que a escala tinha pontuação mínima de Zero e a máxima de 5 pontos.

La Porta et al. (1999) assevera que a concentração de propriedade tem relação positiva com o sistema legal adotado pelo países, pois se identificou que países com baixa proteção legal aos acionistas têm como consequência uma maior concentração de propriedade, enquanto que países, como o Estados Unidos, que têm um sistema legal que protege os acionistas, desencoraja a concentração de propriedade. Os autores afirmam que os conflitos de agencia entre acionistas controladores e minoritários podem ser resolvidos através de uma maior proteção legal, o que dificultaria a expropriação por parte do controlador e dos administradores profissionais, segundo, a adoção do disclosure pelas empresas, e por fim, mudanças no Conselho de Administração.

A possibilidade de expropriação dos acionistas por parte dos gestores e/ou a expropriação dos acionistas minoritários pelos acionistas controladores, além do fato que uma maior concentração, pode representar desvalorização da empresa no mercado (DUTRA e SAITO (2001), BERLE e MEANS, (1932), SILVEIRA (2002)) que somos conduzidos a discussão para a necessidade de controle da atividade dos gestores, sendo preciso à adoção de instrumentos que dificultem decisões que beneficiem exclusivamente os controladores (CLAESSENS, DJANKOV, FAN E LANG, 2000). Silveira (2002) define o Conselho de Administração como o principal mecanismo de controle, visando proteger o acionista da expropriação pelos administradores e reduzindo o conflito de agência.

o Conselho de Administração tem um papel fundamental na governança corporativa das empresas, sendo o principal mecanismo interno para diminuição dos custos de agência entre acionistas e gestores, e entre acionistas controladores e minoritários. Vários agentes de mercado chegam a associar o termo governança corporativa como sinônimo de papel ativo e independente do Conselho de Administração, embora, conforme observado nas seções anteriores, o tema governança corporativa possua uma amplitude

bem maior e o conselho seja somente um dos elementos componentes do sistema de governança das empresas.

O Conselho de Administração é um grupo eleito pelos acionistas, dotado de autoridade para tomar decisões sobre os assuntos da sociedade e formular suas políticas gerais, sendo que deste, participam pessoas-chaves, detentoras de conhecimento e experiência, podendo ser membros da organização, ou externos a ela (GITMAN, 1997).

O Conselho de Administração é um órgão deliberativo que busca resguardar o direito dos acionistas através do controle e monitoração da atividade dos administradores buscando garantir que as decisões tomadas estejam alinhadas com o objetivo de maximização da riqueza do acionista, além de zelar pela segurança e favorável evolução dos valores patrimoniais da sociedade e das empresas controladas e coligadas. (Lodi, 1985; Gitman, 1997; Santos, 2000), sendo de competência do conselho, fixar e aprovar as políticas e objetivos maiores da sociedade e zelar pelo seu fiel cumprimento. Sua presença na sociedade deve ser sentida como um organismo permanente de disciplina e de avaliação da diretoria (Lodi, 1985: 185).

Fama e Jensen (1983) ratificam a proposição de Lodi, quando descrevem que o processo decisório de alta gestão divide-se em: Decisões de Gestão e Decisões de Controle. As decisões de controle, exclusivas do Conselho de Administração, são compostas da atividade de: a) Monitoramento (mensuração do desempenho e estabelecimento da recompensa) e b) Ratificação das Decisões Relevantes (a escolha da decisão a ser tomada). As decisões de Gestão, geralmente tomadas pela alta administração, são a Iniciação, que é a geração de novas propostas e a de implementação ou execução das decisões tomadas pelo conselho.

Segundo o Manual de Conduta do IBGC cabe ao Conselho monitorar situações em que conselheiros efetuem transações com partes relacionadas, para assegurar que essas transações sejam conduzidas com total transparência e equidade e que delas não resultem benefícios pessoais para os próprios conselheiros, seus familiares ou amigos.

Uma das funções do conselho de administração, segundo Volpin, (2002), seria o de fiscalizar as decisões e desempenho dos gestores. Conforme a CVM (2002) o papel a ser desempenhado do conselho é o de protetor do patrimônio da Companhia, perseguindo a consecução de seu objeto social e orientar a diretoria a fim de maximizar o retorno do investimento, agregando valor ao empreendimento.

Amorim (1997) aponta que o conselho de administração é responsável pela implantação da melhor estratégia de gestão e pela integridade e credibilidade da corporação que representa. Santos (2000) o conselho de administração compete ainda definir ou referendar os resultados esperados e a relação da corporação com a sociedade. Cabe a ele referendar a *missão* da corporação, qual seja *a determinação de onde a empresa quer ir*. São também foco da atuação do conselho os princípios gerenciais, valores da corporação e comportamentos esperados dos seus gestores e conselheiros; formulação e/ou aprovação de estratégias; políticas; planos; orçamentos; estrutura de capital e societária; e desempenho corporativo.

Contudo, para Jensen (1993) um conselho “superpovoado” tende a não funcionar de forma efetiva e eficaz, além de correr o risco de ser controlado, com mais facilidade, pela diretoria executiva. Jensen (2001) conclui ainda que "conselhos com mais de sete ou oito membros possuem uma probabilidade maior de não funcionarem de modo eficaz, se tornando mais fáceis de serem controlados pelo diretor executivo".

Diversos estudos têm discutido a relação existente entre o número de membros externos e internos e como esta estrutura influi no desempenho das empresas, entre eles podemos citar os trabalhos de MacAvoy et al. (1983), Hermalin e Weisbach (1991), Mehran (1995), Klein (1998), e Bhagat e Black (2000) que buscaram correlações entre as medidas contábeis de desempenho e da fração de diretores externos no conselho, entretanto não encontraram correlação significativa.

Uma segunda abordagem, sugerida pelo trabalho de Morck et al. (1988), seria a utilização do Q de Tobin como medida de desempenho, “ a idéia é que ele reflete o valor acrescentado "de fatores intangíveis, como governança”. Este método foi aplicado por Hermalin e Weisbach (1991) e Bhagat e Black (2000) que não encontraram uma correlação positiva entre a composição do conselho e o Q de Tobin.

Segundo Silveira (2002) o Conselho de Administração é um importante elemento das Práticas de Governança Corporativa, sendo um mecanismo interno com objetivo de diminuir os custos de agência entre acionistas e gestores, e entre acionistas controladores e minoritários.

O conselho de administração é um órgão que tem como responsabilidade controlar e tomar decisões, precipuamente. Segundo Mônaco (2000) as decisões do conselho são essencialmente definir e escolher estratégias, selecionar e dar continuidade do CEO, as bases contratuais com o mesmo e a definição da política de dividendos da companhia. Ainda segundo Mônaco (2000) a decisão pela estratégia da empresa vem acompanhada do ciclo de interações entre o conselho e a diretoria executiva da empresa. Outros fatores que também influenciam no desempenho do conselho são a possibilidade de reeleição e os instrumentos de avaliação existentes utilizados para manter o desenvolvimento constante do conselho e de seus membros.

2.1.6 Controle Interno de Governança Corporativa

Já Oliveira e Linhares (2007) asseveram que uma das características no uso de controles internos é o de garantir aos sócios que os negócios estão sendo conduzidos de maneira adequada e controlada. Neste caso, não se trata apenas de desenvolver e implantar controles internos, mas ter controles internos que minimizem riscos e que proporcionem aos acionistas e conselho de administração de verificarem como a empresa esta sendo conduzida. Chega-se ao consenso que a avaliação, eliminação ou desenvolvimento dos controles deve ter intrínseco este princípio.

Segundo Oliveira e Linhares (2007) e Peter e Machado (2003) os controles internos devem obedecer, ainda, a um conjunto de princípios fundamentais e norteadores da consecução dos mesmos, sendo eles os fatores críticos do sucesso (FCS):

- a) Relação custo/benefício da implantação do controle;
- b) Qualificação adequada, treinamento específico e rodízio dos funcionários;
- c) Delegação de poderes e definição das responsabilidades;
- d) Segregação de funções;
- e) Instruções devidamente formalizadas;
- f) Controles sobre as transações;
- g) Aderência às diretrizes e normas legais;

Segundo a compreensão de Attie (1992) controle interno é:

o plano de organização e conjunto coordenado dos métodos e medidas, adotados pela empresa, para proteger seu patrimônio, verificar a exatidão e a fidedignidade de seus dados contábeis, promover a eficiência operacional e encorajar a adesão à política traçada pela administração.

Contudo, o Conselho Federal de Contabilidade - CFC (2003) através da Norma Técnica de Contabilidade – NTC 11, definiu controle interno como sendo um agrupamento de variáveis que engloba o “plano de organização e o conjunto integrado de método e procedimentos adotados pela entidade na proteção do seu patrimônio, promoção da confiabilidade e tempestividade dos seus registros e demonstrações contábeis, e da sua eficiência operacional”.

2.2 Estrutura e Custo do Capital

Segundo O’Byrne, Young (2003) as organizações buscam criar valor para os fornecedores de recursos quando criam retornos sobre o capital investido. Contudo a grande questão é como identificar o custo do capital e como avaliar as propostas de investimento. O custo do capital de terceiro é de fácil definição, porém a dificuldade esta em conhecer o custo do capital próprio da organização, o qual é obtido através de seus acionistas ou cotistas. Groppelli, Nikbakht (2006) lembram que os investidores, ao tomarem as decisões de investir capital devem buscar maximizar o retorno, sendo que para O’Byrne, Young (2003) “ há mais risco para o investidor com a compra de ações do que se este emprestasse o capital para empresa”. Seguindo esta lógica, o capital próprio requer um prêmio pelo maior risco ao qual o capital é submetido. Outro fator complicador quanto ao custo do capital é saber qual a melhor relação entre o capital de terceiro e capital próprio, o que O’Byrne, Young (2003) denominaram de o “ mix de capital”.

Durante diversos anos e vários estudos realizados buscaram responder a seguinte questão: qual a estrutura de capital ótima a ser adotada? Segundo Perobelli e Fama (2003) a estrutura ótima esta associada a atributos tais como tamanho da organização, nível de crescimento dos negócios, a estrutura e composição entre ativos tangíveis e intangíveis, exclusividade e qualidade dos produtos ofertados ao mercado, lucratividade, volatilidade entre

outros atributos que influenciam a estrutura do capital. A estrutura de capital, segundo os autores, dependerá de como tais variáveis se relacionam e influenciam o custo e os benefícios do capital.

Ao estudar a estrutura e composição de capital é importante calcular o índice de endividamento, o qual identificar a participação de capital de terceiro em relação ao capital próprio da empresa grande questionamento é até que ponto a empresa deve contrair dívidas para financiar seus projetos. Segundo Groppelli e Nikbakht (2007) a alavancagem financeira pode gerar mais lucro que a emissão de ações no mercado, uma vez que as empresa têm o direito de deduzir os juros da base de calculo do imposto de renda, tornando o capital de terceiro mais barato e lucrativo que a emissão de ações.

O Custo de capital é definido como sendo a taxa de retorno que o fornecedor do capital espera receber ao investir em um projeto de modo que possa manter o valor de mercado de suas ações e atrair recursos para empresa (O'BYRNE; YOUNG, 2003). Desta forma, pode-se entender que o custo de capital é o custo de oportunidade que reflete os retornos esperados se os recursos fossem investidos em outros projetos de riscos semelhantes e que este baseado em retornos esperados e não em retornos históricos (O'BYRNE; YOUNG, 2003).

Minardi et. al. (2007) entendem que a definição da correta taxa de desconto a ser utilizada nas decisões de investimento, permitem alocar os recursos internos de modo mais eficiente e eficaz, além auxiliar na mensuração do desempenho do projeto, na melhor remuneração dos executivos e no alinhamento entre as estratégias da organização e maximização da riqueza dos acionistas. Segundo os autores, o interesse pela determinação do custo de capital vem crescendo no Brasil consideravelmente, uma vez que a demanda por

investimento em projetos passa a ser algo mais rotineiro e o custo de capital passa a ser uma medida de avaliação de projetos.

Por ser um conceito dinâmico O’Byrne, Young (2003) alerta que o custo de capital é afetado por fatores macro e micro econômicos e por isso deve se “isolar a estrutura básica do custo de capital” segundo algumas premissas básicas para as quais Gitman (1997) define como: [i] Risco do Negócio; [ii] Risco Financeiro; [iii] Custos após os impostos são considerados relevantes.

Segundo Damodaran, (1999a) a empresa deve observar as seguintes variáveis que influenciam no custo do capital de Terceiro que são: [i] nível corrente da taxa de juros que, quando se eleva, eleva o custo de oportunidade das dívidas da empresa; [ii] risco de inadimplência da empresa, medido por modelos elaborados por instituições especializadas na mensuração de riscos corporativos; [iii] benefícios fiscais associados aos empréstimos, dadas a condição de dedutibilidade dos juros para fins de tributação, há benefício no endividamento.

Tomazoni e Menezes (2002) acrescentam, ainda que, o prazo de pagamento também influencia na composição do custo de capital e que os benefícios fiscais são em função das alíquotas fiscais vigente, aumento o custo quando a alíquota aumente e reduzindo quando elas reduzam. Para Tomazoni e Menezes (2002) além da alíquota do imposto de renda, deve-se considerar também o custo da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL) para obtenção do custo do capital de terceiro.

$$K_i = K_d (1-T)$$

Onde:

K_d : Custo do empréstimo junto às fontes de financiamento de Longo Prazo;

K_i : Custo do empréstimo descontando-se os impostos;

T: Soma do Imposto de Renda (IR) e Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL).

2.3 Fatores que afetam o Custo de Capital

2.3.1 Teoria dos Custos de Agência

Os pesquisadores Spence e Zeckhauser (1971) e Ross (1973) foram os pioneiros a analisarem a política de remuneração (custos) dos administradores profissionais, denominados de agentes e o alinhamento, dos interesses destes e das decisões tomadas, com os interesses dos acionistas, também chamados de proprietários.

Passados alguns anos Jensen e Meckling (1976, p. 310) formalizam e definiram a conhecida Teoria do Agente, isto é, a relação existente entre o agente e o proprietário. A teoria desenvolvida pelos autores em 76 trata do relacionamento entre agentes nas trocas econômicas, onde um ator (o principal) tem poder sobre o comportamento de outro ator (o agente) em seu favor, e o bem-estar do principal sofre influência das decisões tomadas pelo agente.

O conflito tem sua origem quando o principal (acionista) delega poderes ao agente (administrador) sobre a propriedade, objetivando que os agentes ajam em consonância com os objetivos dos acionistas, entretanto, na maioria das vezes os administradores agem buscando atingir objetivos pessoais, e não os dos acionistas, isto é, os interesses daquele que administra a propriedade nem sempre estão alinhados com os de seu titular. Segundo a teoria do agente, o objetivo principal deve ser a criação e aplicação de mecanismos eficientes e eficazes para garantir que as decisões dos agentes estejam alinhadas com os objetivos e interesses dos acionistas. Shleifer e Vishny (1997) descreveram o conflito de agencia como sendo:

o empreendedor, ou gestor, capta recursos dos investidores para aplicá-los em projetos rentáveis ou para se apropriar destes recursos. Os investidores por sua vez, necessitam de gestores qualificados para fazer com que os recursos acumulados possam ser aplicados em projetos rentáveis. Como normalmente os empreendedores ou gestores, necessitam do capital dos investidores para concretização de seus objetivos, pois, ou não dispõem de recursos suficientes, ou desejam diversificar seus investimentos, e, os investidores têm consciência da possibilidade de apropriação de seus recursos pelos gestores, o problema da agência que se coloca é: como garantir aos investidores que seus recursos sejam aplicados atendendo aos seus interesses?

Desta forma, o principal necessita de mecanismos de controle que propicie que as decisões tomadas pelos administradores estejam alinhadas com os objetivos dos investidores, maximizando, assim, a riqueza do acionista.

Estes mecanismos, se por um lado, visam proteger o interesse do principal frente às decisões dos agentes, por outro, geram custos para conseguir um alinhamento entre interesses dos acionistas e Gestores. Para Jensen e Meckling (1976, p. 308) o relacionamento de agência pode ser definido como um contrato entre no qual uma ou mais pessoas – o principal - engaja outra pessoa – o agente – para desempenhar alguma tarefa em seu favor, envolvendo a delegação de autoridade para a tomada de decisão.

Contudo se ambas as partes agem visando maximizar as suas utilidades pessoais existe, então, uma boa razão para acreditar que o agente não agirá sempre no melhor interesse do principal. Neste caso o principal poderá limitar as divergências através do estabelecimento de incentivos contratuais e monitorando as atividades de seus agentes.

De acordo com Siffert (1998) o relacionamento entre principal e agente é uma das vertentes que fundamentam a teoria dos contratos, a teoria dos custos de agência e a assimetria de informações. Siffert (1998) entende que teoria da agencia se preocupa por um tipo de relações econômicas bastante freqüentes no sistema econômico, ou seja, as relações bilaterais entre um indivíduo (o principal) e outro (o agente), na qual três condições

necessárias se fazem presentes: a) o agente dispõe de vários comportamentos possíveis para serem adotados, ou seja, em uma corporação, por exemplo, os administradores são aqueles que, efetivamente, detêm o controle sobre os ativos da firma, podendo empregá-los de distintas maneiras; b) a ação dos agentes/administradores afetam não apenas seu próprio bem-estar (estabilidade, crescimento), mas também do principal/acionistas controladores (valorização das ações, dividendos); e c) as ações do agente dificilmente são observáveis pelo principal, havendo assimetria informacional entre as partes.

Para Silveira (2004) na relação entre acionistas e gestores, os acionistas podem limitar as divergências monitorando as atividades dos executivos e estabelecendo incentivos contratuais apropriados para eles, incorrendo, desta forma, em custos contratuais com o objetivo de alinhar os objetivos de gestores e acionistas.

Na busca por garantir que as tomadas de decisões dos agentes, representantes legais, revestidos de poder e autoridade pelo acionista (principal), estejam alinhadas com os objetivos do acionista, e, por conseguinte, a maximização da riqueza destes, gera custos contratuais, definidos de Custos de Agência. Para Kimura, Lintz e Suen (1998) a relação de agência, a princípio, pode indicar uma busca eficiente, onde o principal, por não dispor de recursos, como por exemplo, tempo, capacitação, competência ou vantagens competitivas, confere ao agente a tarefa de gerenciamento de recursos ou a incumbência da execução da atividade.

Segundo Jensen e Meckling (1976, p. 308), os custos de agência são a soma de quatro fatores:

a) Contrato que envolve os custos de criação e estruturação de contratos entre o principal e o agente;

b) Monitoramento que são os gastos de monitoramento das atividades dos gestores pelo principal;

c) Principal que são os gastos promovidos pelo próprio agente para mostrar ao principal que seus atos não serão prejudiciais ao mesmo;

d) As Perdas Residuais que são perdas decorrentes da diminuição da riqueza do principal por eventuais divergências entre as decisões do agente e as decisões que iriam maximizar a riqueza do principal.

Kimura, Lintz e Suen (1998) comentam ainda que se o empregado contratado pelo empregador pode, de acordo com a sua função de utilidade, não estar disposto a maximizar a utilidade do principal. Assim, é comum haver empregados que se aproveitam dos recursos materiais da empresa ou que alocam seus esforços de maneira inadequada no sentido de satisfação do interesse do empregador, como por exemplo, diminuição do desempenho e falta de comprometimento.

2.3.2 Disclosure e Assimetria de Informações

A informação assimétrica é a situação onde os administradores (agentes) de uma organização têm um volume maior de informações do que os investidores (acionistas), o que pode contribuir para um maior distanciamento entre os interesses dos acionistas e as decisões tomadas pelos administradores. Segundo as teorias financeiras, o objetivo do administrador seria o de maximizar a riqueza do acionista, e a assimetria informacional, é um fator que dificulta, por parte dos sócios, o monitoramento e avaliação, para verificar se as decisões tomadas pelos administradores seriam as melhores, na tentativa de alcançar os objetivos dos acionistas.

Para Silveira (2004) a função da organização e dos representantes legais dos acionistas, seria simplesmente, maximizar a riqueza dos acionistas, e que os executivos devem ter critérios claros e lógicos para tomar as decisões e terem seus desempenhos avaliados, sendo que este seria a maximização do valor da empresa.

A governança corporativa vem sendo aperfeiçoada, por sua vez, com o objetivo de proteger os direitos dos investidores (majoritários e minoritários), através da adoção de princípios e suas boas práticas de governança corporativa. O Código de Governança Corporativa Brasileiro tem como um dos pilares a Transparência (*disclosure*) como princípio que tem como alvo minimizar os efeitos da assimetria informacional entre gestores e investidores e por conseguinte, minimizam-se os conflitos de agência. Amihud e Mendelson (1996), Botosan (1997), Alencar (2005), Pinegar et. al.(1989), Oliveira e Silva (2006) afirmam que o *disclosure* aumenta a liquidez de mercado de ações e reduz o custo do capital, tendo, os acionistas, um volume maior de informações operacionais e perspectivas futuras, reduzindo, significativamente, o risco do projeto. Alencar (2005) Oliveira e Silva (2006), em pesquisa com empresas nacionais, verificaram que o *disclosure* não reduz o custo do capital, embora se reduza o risco. Tal fato é justificado, uma vez que o mercado de capitais brasileiro, quanto ao nível de disclosure, apresenta segundo Lopes (2002a) as seguintes características:

o mercado de capitais brasileiro é extremamente concentrado, com poucas (mais freqüentemente nenhuma) empresas, tendo o controle acionário negociado em bolsa. Nesse tipo de mecanismo de governança corporativa, o papel da contabilidade como redutora da assimetria de informações entre administradores e investidores é reduzindo, uma vez que os proprietários têm acesso privilegiado às informações das empresas. A literatura recente a respeito da relação entre os modelos de governança corporativa e a relevância da informação contábil sugere que, nesse tipo de situação, a contabilidade não é relevante para explicar o comportamento de preços negociados no mercado.

Conforme o exposto por Lopes (2002) o mercado brasileiro tem como característica fundamental a concentração da propriedade, onde a governança corporativa surge como elemento que reduz a assimetria informacional, minimizando a discrepância de informações entre administradores e investidores.

3 Método

3.1 Delineamento da Pesquisa

A seleção da empresa, caracterizada como o objeto de estudo ou unidade de análise da pesquisa, foi direcionada pelos seguintes critérios:

- a) Ser empresa de Capital Fechado da Região Norte do país;
- b) Ser uma companhia sólida e importante para a economia da Região;
- c) Ter adotado as Práticas de Governança Corporativa a pelo menos cinco anos;
- d) Ser empresa Familiar.

Conforme os critérios estabelecidos, selecionou-se a empresa a Benaion Indústria de Papel e Celulose Ltda. – BIPACEL, por atuar na região norte há aproximadamente 20 anos, sendo uma marca tradicional e conhecida nos Estados do Amazonas, Amapá, Para, Acre, Rondônia e Roraima.

A Bipacel foi fundada em 1981 começando através do empreendimento da fábrica de reciclagem de papel em Manaus, sendo que após 34 anos de atuação expandiu-se para os Estados do Pará, Amapá, Acre, Rondônia, Roraima e Amazônia. Atualmente a empresa atua nos segmentos de fabricação de papel toalha, copos descartáveis entre outros produtos. No final de 2003 e início de 2004, visando à perenidade da empresa, o grupo iniciou o processo de adoção das práticas de Governança Corporativa, através da eleição de um Conselho de Administração e posterior contratação de uma Administração Profissional. O grupo atualmente conta com um Conselho de Administração composto de quatro conselheiros internos e três externos e uma administração composta por um Presidente e três diretores.

O objetivo da pesquisa foi o de analisar se a adoção das práticas de governança corporativa sugeridas pelo código das melhores práticas do IBGC influencia a estrutura e o custo de capital de terceiro da empresa familiar de capital fechado Bipacel. Para tanto a estratégia adotada para a operacionalização da pesquisa estará apoiada em duas frentes a saber:

1ª. Parte: Coletar dados através da aplicação do Roteiro de Entrevista composto de 48 perguntas, agrupadas em cinco blocos que abordam o Conselho de Administração (Apêndice A composto de 12 perguntas); a Gestão Profissional (Apêndice B composto de 09 perguntas); os Comitês Especializados e Auditoria Independente (Apêndice C composto de 05 perguntas); Transparência (Apêndice D composto de 15 perguntas); e questões relacionadas às Práticas de Governança e o Custo de Capital (Apêndice E composto de 07 perguntas).

As entrevistas foram aplicadas aos membros do Conselho de Administração e da Administração Profissional contratada pela empresa. As entrevistas foram gravadas e transcritas, tendo duração média de 01:30 minutos cada entrevista. As perguntas foram elaboradas baseadas no Código das Melhores Práticas de Governança publicado pelo IBGC e na literatura atual e pertinente ao tema.

O roteiro de entrevista aplicado teve como objetivo responder aos seguintes objetivos específicos da pesquisa: a) Identificar as principais práticas de governança adotadas pela empresa; b) Conhecer a percepção dos membros do Conselho de Administração e da Diretoria Executiva da empresa Bipacel quanto aos benefícios gerados pela adoção das práticas de governança; e c) Verificar se após a adoção das práticas de governança corporativa a empresa passou a captar recursos com maior facilidade;

2ª. Parte: A segunda parte da pesquisa

A segunda parte do trabalho foi realizada através do levantamento das variáveis.

3.1.1. Variáveis utilizadas

Abaixo segue quadro com as variáveis a serem coletadas para identificação do custo de capital de Terceiro e para o cálculo da estrutura de capital da empresa BIPACEL.

Sigla	Variável	Descrição	Expectativa
PL	Patrimônio Líquido	Evidencia os recursos aplicados no empreendimento pelo proprietário e definido como capital próprio (MARION, 2008).	-
PELP	Passivo Exigível em Longo Prazo	Evidencia as obrigações (dívidas) de longo prazo da empresa, também definida como capital de terceiro (MARION, 2008).	-
Ke	Custo do Capital Próprio	Taxa de juros paga pela utilização do uso do capital próprio, estimada a partir do uso do modelo de precificação de ativo CAPM (GITMAN, 1997; ASSAF NETO, 2007; GROPELLI E NIKBAKHT, 2006)	Aumento no Custo influenciadas pela Adoção da GC
Kd	Custo do Capital de Terceiro	Custo total de Capital descontado a taxa de Imposto de Renda (SALMASI, 2007).	Redução no Custo influenciadas pela Adoção da GC
IR	Imposto de Renda	Imposto de Renda praticado para pessoa jurídica optante do Lucro Real	-

Quadro 1 – Custo Médio Ponderado do Capital – CMPC

3.2 Estratégias da pesquisa

3.2.1. Determinação das Práticas de Governança Corporativa Adotadas pela Empresa BIPACEL

Para se verificar as Práticas de Governança Corporativa Adotadas pela BIPACEL foi utilizado como instrumento de coleta um roteiro de entrevista estruturado, construído a partir dos princípios fundamentados no Código de Boas Práticas de Governança Corporativa do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), sendo este constituído em cinco partes que objetivarão analisar:

- [i] Transparência e Divulgação da Empresa;
- [ii] Conselho de Administração, Fiscal e de Família;
- [iii] Comitê de Auditoria e Auditoria Independente;
- [iv] Gestão Profissional e
- [v] Governança Corporativa e Custo de Capital.

Os Sujeitos Chave da pesquisa foram os membros do Conselho de Administração e de Família, quando houver e o Presidente e a Diretoria Executiva, onde as entrevistas foram realizadas em horário marcado, com duração máxima de duas horas cada, sendo todas as entrevistas gravadas, realizadas nas dependências da empresa.

Esse bloco de entrevistas foi aplicado a Diretoria Executiva e ao Conselho de Administração. Os membros da Diretoria Executiva foram o presidente da empresa e ao diretor financeiro, os demais diretores não foram selecionados por estarem na empresa a menos de 06 (seis) meses. Selecionou-se 01 (hum) membro interno e 01 (hum) externo do conselho que não haviam participado das entrevistas anteriores. As entrevistas com os executivos foram realizadas nas dependências da empresa, no dia 19 de setembro de 2009 iniciando às 09:00 e finalizando às 12:00.

A análise dos dados foi qualitativa, cuja principal característica é fornecer “descrições ricas e bem fundamentadas, além de explicações sobre processos em contextos identificáveis”. (VIEIRA; ZOUAIN, 2004: 13). Na pesquisa qualitativa o resultado foi apresentado a partir da análise do conteúdo, fazendo inter-relação entre os aspectos convergentes e divergentes dos resultados da pesquisa. Segundo Chizzotti (2001), o objetivo

da análise dos resultados é compreender criticamente o sentido das comunicações, seu conteúdo manifesto ou latente, as significações explícitas ou ocultas.

Neste caso as Práticas de Governança Corporativa foram analisadas quanto ao grau de Transparência e Divulgação, quanto aos Conselhos, quanto ao Comitê de Auditoria e aos Auditores Independentes, quanto a Gestão Profissional e por fim quanto à governança corporativa e como esta influi no custo de capital.

3.2.2 Método de Determinação do Custo de Capital

O Custo do Capital de Terceiro foi calculado a partir da fórmula apresentada abaixo:

$$K_d = K_t(1 - \text{Imposto})$$

O Custo Total do Capital foi encontrado através da taxa efetiva de juros celebrada nos contratos de empréstimos junto a instituições financeiras. Caso haja mais de um empréstimo, a taxa efetiva a ser utilizada foi encontrada através da ponderação das taxas e participação do empréstimo em relação ao volume total de empréstimo.

3.3 Coleta de dados

Adotou-se uma estratégia metodológica qualitativa para a consecução dos objetivos do trabalho que foi dividida em três etapas:

[i] Análise Bibliográfica: Para a construção da fundamentação teórica foi utilizado o banco de dados das Universidades Federais, o banco de dados da ANPAD, COPPEAD, SCIELO entre outras fontes de consulta. Também foi utilizada a biblioteca da Universidade Federal do Amazonas (UFAM), Universidade Estadual do Amazonas (UEA) e da

Universidade Federal de Pernambuco (UFPE). O material buscado foi artigos, teses, dissertações e trabalhos que discutiram sobre Governança Corporativa, Custo de Capital e outros temas relacionados.

[ii] Cálculo do Custo de Capital de Terceiros: os dados necessários para o cálculo do Custo de Capital foram coletados através dos relatórios e documentos contábeis tais como Relatórios de Financeiros, Contratos, Balanço patrimonial e Demonstrações do Resultado do Exercício do período de 2002 a 2008, período equivalente ao período de adoção das práticas de Governança Corporativa pela empresa Bipacel. Através destes dados foi calculado o custo do capital de terceiros da empresa BIPACEL.

[iii] Práticas de Governança Corporativa Adotadas: Os dados foram coletados através da aplicação de um roteiro de entrevistas estruturadas contendo 48 perguntas abertas, agrupadas em 05 (cinco) blocos. As perguntas foram aplicadas a 04 (quatro) membros do Conselho de Administração, sendo que 02 (dois) são membros internos (todos os membros internos são, por força do regimento, membros da família) e com 02 (dois) membros externos, selecionados aleatoriamente e na Administração Profissional, sendo selecionados o executivo principal e o diretor financeiro. As entrevistas seguirão um Roteiro de Entrevista Estruturada, contendo 48 perguntas abertas, aplicadas individualmente, em horários previamente definidos, onde as entrevistas tiveram duração de aproximada de duas horas cada, sendo filmadas e depois transcritas para partir para a etapa da análise do discurso. O plano da entrevista foi elaborado de acordo com o referencial Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa.

3.4 Limitações do estudo

Uma limitação identificada neste estudo é que por ser um Estudo de Caso as conclusões encontradas nele não poderão ser generalizadas para outras empresas de capital fechado. Quanto à metodologia e coleta das variáveis para o cálculo do custo de capital de terceiro foi possível entrevistar os gestores das fontes de capital da empresa, o que é considerado como uma limitação nesta pesquisa. Devido à abordagem utilizada nesta pesquisa ter sido a qualitativa, deve-se ressaltar que entre trabalho apresentará um teor de subjetividade devido à interdependência entre sujeito e objeto do estudo (CHIZZOTTI, 1998).

4 Análise dos Resultados

A análise dos resultados se concentrou em examinar os depoimentos coletados juntos as sujeitos chaves da pesquisa e, posteriormente, a análise detalhada das partes mais representativas das entrevistas, não desconsiderando o contexto ao qual se insere tais questões.

Data da Entrevista	Nível Hierárquico	Área Funcional	Tempo na Área	Tempo na BIPACEL	Idade	Sexo	Formação	Grau de Instrução
15.09.09	*CA	Presidente Conselho	3	12	41	F	Psicóloga	Especialista
15.09.09	*CA	Membro Interno	4	12	45	M	Advogado	Especialista
22.09.09	CA	Membro Externo	10	4	53	M	Administr.	Especialista
22.09.09	CA	Membro Externo	7	2	49	M	Contador	Graduação
18.09.09	*DE	Presidente	23	23	55	M	Administr.	Especialista
18.09.09	DE	Diretor Financeiro	9	3	45	M	Administr.	Mestre

Quadro 01 – Perfil dos Entrevistados.

*Membros da Família

O quadro acima teve com objetivo apresentar o perfil dos entrevistados, tempo de experiência na área, tempo de atuação na empresa Bipacel, Formação Escolar entre outras informações. Dos entrevistados 03 (três) são membros da família, assumindo os cargos de Presidente do Conselho, Conselheiro Interno e o Presidente da Empresa. O Presidente da empresa, segundo os familiares, não foi considerado membro da familiar, pois se trata de primo de segundo grau, enquanto que o presidente do conselho tem formação em psicologia, embora esteja trabalhando na empresa 12 anos. Quanto ao tempo de empresa percebe-se que os membros da família são os que possuem maior tempo de empresa, ao passo que os demais não têm mais de quatro anos.

4.1 Conselho de Administração

4.1.1 Tamanho, Composição e Objetivo do Conselho de Administração.

Para o IBGC (2005) toda empresa, sendo ela de capital aberto ou de capital fechado deve ter um conselho de administração eleitos pelos sócios, para resguardar os direitos dos sócios e demais interessados. Ainda segundo o IBGC (2005) as decisões tomadas pelo conselho devem ter como objetivo o interesse dos sócios e a manutenção e perenidade da companhia.

O papel do conselho de administração no sistema de governança corporativo é vital, sendo este o principal mecanismo interno cuja finalidade é de minimizar os custos de agencia através a diminuição dos conflitos entre gestores e acionistas e entre acionistas majoritários e minoritários (SILVEIRA, 2002). Nos últimos anos, o conselho de administração esta no topo da agenda de pesquisa, onde diversos pesquisadores estudam a capacidade de supervisão e controle deste órgão colegiado (DUTRA E SAITO, 2001). O IBGC alerta que toda e qualquer empresa, independente da sua composição societária deve ter um conselho de administração eleito pelos sócios (IBGC, 2002).

Uma das variáveis relacionadas ao conselho de administração e trata-se do tamanho do Conselho. Quanto à existência e tamanho do conselho de administração os quatro entrevistados responderam de modo unânime, ao afirmarem que a empresa conta com um Conselho de Administração desde março de 2005, composto inicialmente de 07 (sete) membros sendo mantido o tamanho e a composição até os dias de hoje. Está questão foi aplicada a 02 (dois) membros internos e 02 (dois) membros externos do conselho de administração. Segundo os entrevistados a criação do conselho de administração marca passo

inicial na adoção das práticas de governança pela empresa e marca o início de grandes mudanças ocorridas na empresa, como fica explícito no depoimento do entrevistado EC3.:

o início das práticas de Governança começaram em 25 de março com a primeira reunião do conselho de administração, que inicialmente era composto de 04 membros internos e 03 (três) externos. A partir da primeira reunião, deu-se início a um longo processo de reestruturação da empresa que dura até hoje. A empresa hoje conta com uma administração profissional que foi contratada pelo conselho, temos há quase quatro anos o novo estatuto da empresa, fruto do trabalho do conselho, realizamos uma reestruturação financeira, reduzindo a dependência de capital de bancos de fomentos, entre outras mudanças ocorridas a partir da formulação do Conselho de Administração.

Segundo os entrevistados, o conselho de administração possibilitou que os acionistas (membros família) se envolvessem mais com a elaboração das estratégias da empresa e não se envolvessem tanto com atividades operacionais e rotineiras. Um dos membros internos do conselho enfatizou que antes da adoção do conselho de administração, a gestão da companhia era realizada diretamente pelos cotistas e que não tinham tempo para pensar as estratégias da empresa. Como advento do Conselho e a contratação de uma administração profissional os cotistas passaram a definir novas estratégias e pensar no crescimento da empresa como fica explícito no depoimento abaixo:

consigo perceber que a partir do momento que tomamos a decisão de contratar um consultor para nos ajudar a implantar a Governança Corporativa não tinha a noção dos benefícios. Achava tudo “bonito”, mas não tinha certeza se iria funcionar com a nossa empresa. Com a criação do conselho, tivemos o cuidado de inicialmente manter os membros da família como participantes “vitalícios” e selecionamos mais três externos que foram selecionados através de indicações. Com a contratação de um presidente e de uma nova diretoria foi difícil não nos envolvermos, uma vez que sempre fomos muito presentes nas questões operacionais. No início tive medo, porém hoje, vejo que foi muito benéfico, ao passo que agora temos tempo para traçarmos estratégias, para estudar nosso negócio e pensar em novas oportunidades e mercados.

Quanto à composição do conselho os entrevistados informaram que o conselho tem 07 (sete) membros, sendo 04 (quatro) membros internos e 03 (três) externos. Os conselheiros internos são, exclusivamente, membros da família, sendo assegurada a sua

participação no conselho através do estatuto da empresa. Segundo um conselheiro interno essa medida foi tomada para manterem o controle da empresa e não correrem o risco de terem os seus objetivos não atingidos. Na literatura, esta temática tem diversos trabalhos que estudaram tamanho dos conselhos como uma variável que pode influenciar o desempenho das companhias, entre eles pode-se citar as pesquisas realizadas por Yermack (1996), Eisenberg, Sundgren e Wells (1998) e FÜRST e Kang (2000). Todos os autores encontraram uma correlação negativa entre o tamanho do conselho e o desempenho das empresas. Isto é quanto maior o conselho, menor tende a ser o desempenho e o posterior retorno.

Ainda quanto ao tamanho do conselho de administração a maioria dos códigos e cartilhas indica que o tamanho do conselho de administração deve variar entre 3 e 11 membros, dependendo do perfil e necessidade da empresa. Segundo o IBGC (2002) e a Cartilha da CVM (2002) sugerem que o Conselho de Administração deve ser composto por 05 a 09 conselheiros. A recomendação quanto ao tamanho se dá, pois o Conselho de Administração deve ser grande o suficiente para assegurar ampla representatividade e não tão grande que prejudique a sua eficiência.

Também foi perguntado aos entrevistados sobre a missão e o objetivo do conselho da empresa. Entretanto, através da pesquisa documental baseada no Regimento do Conselho de Administração a missão é do conselho é:

o conselho de administração tem como missão ser um órgão colegiado ativo e independente buscando promover o crescimento econômico-financeiro da companhia e agindo em favor do interesse do acionista.

O IBGC (2005) entende que todo e qualquer conselho deve ter como missão “proteger e valorizar o patrimônio, bem como maximizar o retorno do investimento”. Pode-se perceber que o conselho da empresa Bipacel atua fortemente no que tange a definir o direcionamento estratégico, fixar políticas e a assegurar as políticas, entretanto, houve

discordância entre as respostas dos conselheiros internos e externos quanto ao desempenho da atividade de monitorar a diretoria executiva como fica explícito logo abaixo:

a nossa missão é de traçar as estratégias a ser implantado, buscar identificar novas oportunidades de mercado, definir as políticas da companhia. Como exemplo de política pode-se citar o caso que não trabalhamos com capital de terceiro. Há mais ou menos 4 anos, reestruturamos a companhia de modo a trabalhar apenas com capital próprio e abdicar de tomar financiamentos juntos a bancos de fomento. Esta foi uma decisão que partiu do conselho. Também temos como responsabilidade o acompanhamento das ações da diretoria executiva. (Membro Interno).

Não obstante, ao coletar os depoimentos dos membros externos, percebeu-se que a administração não sofre o monitoramento que deveria do conselho de administração.

4.1.2. Auditoria Independente e Comitês Auditoria

Os comitês de auditoria são entendidos como órgãos de vital importância para reforçar a competência e garantir que as decisões sejam tomadas com maior qualidade, uma vez que a função dos comitês é de estudar determinados assuntos a fundo e informar os membros do conselho, diminuindo a incerteza sobre temas técnicos e específicos.

Entretanto, durante a coleta de dados percebemos que há uma divergência entre os membros internos e externos quanto à visão que têm em relação aos comitês especializados e de auditoria. Quando indagamos os conselheiros internos (todos os membros familiares) informaram que não tinham um comitê especializado ou de auditoria, porém que eram auxiliados, em temáticas relacionadas sobre auditoria e finanças, pelo setor da empresa destinado a auditar as diversas unidades fabris e comerciais do grupo. De acordo com um dos membros internos, o setor de auditoria e finanças da empresa vem suprimindo as necessidades do conselho, conforme se pode verificar:

bem, **hoje não temos um comitê especializado como sugerido pelo Código do IBGC, contudo, contamos com o apoio de um setor criado há 07 anos na empresa que denominamos de Auditoria e Finanças.** Este setor tem como função auditar as diversas unidades da empresa, seguindo

um calendário, para tentarmos corrigir falhas e promover melhorias. Ele também tem como responsabilidade, promover estudos financeiros quando solicitados pelos sócios. Desta forma, **em virtude de ter uma estrutura de funcionamento bem definida, de contar com profissionais experientes, e por desenvolver um trabalho de qualidade, decidimos que ao invés de montarmos um Comitê de Auditoria, o que geraria despesas para a empresa, iríamos nos valer desta estrutura e experiência para nos auxiliarmos no temas relacionados a Finanças e Auditoria.** Hoje, temos como líder do setor de auditoria e finanças o diretor financeiro da empresa, que é o responsável por apresentar relatórios trimestrais ao Conselho e aos demais membros da família. Sei que segundo o Código do IBGC o comitê deveria ser “exclusivo” do conselho como o próprio consultor que contratamos nos alertou, e que cabia a um dos conselheiros tomarem a frente do comitê, a fim de gerenciar as atividades, porém, como estamos iniciando um processo de adotar práticas de Governança, preferimos adotar essa postura. Para o futuro sim, pretendemos contar com um comitê de auditoria e finanças, além de outros.

O entrevistado relatou ainda que o conselho precisa ser auxiliado por um conselho de auditoria liderado por um membro, conforme o código do IBGC, porém justificou a atual situação é devido a estar em um processo de adoção das práticas de governança. Ainda segundo o entrevistado, não há conflito entre o conselho e a diretoria executiva da empresa, quanto a esta situação, porque os membros internos são, também, membros da família que até pouco tempo compunham a diretoria executiva.

Ao se entrevistar os membros externos, pode-se verificar que há divergência entre as posições quanto à utilização de um setor de auditoria em lugar da implantação do comitê de auditoria. Segundo o membro externo, não se questiona a competência dos profissionais, porém, que há um conflito de interesse e que se gera uma sobre carga no setor da empresa, que poderia comprometer o desempenho, além influenciar na qualidade e na velocidade das informações que necessitam. Nas palavras do membro externo destacamos os seguintes trechos, conforme abaixo.

eu poderia dizer que **a empresa tem um grupo de profissionais, ressalto que de experiência comprovada, domínio técnico da área, e comprometimento com a seriedade e qualidade, que nos auxiliam com questões de auditoria, esclarecimento quanto a pontos específicos dos relatórios financeiros que são enviados para o conselho de administração para ser avaliado nas reuniões e para fornecer qualquer**

tipo de informação quando nós solicitamos. Contudo, percebo que o trabalho que nos é prestado, seria muito melhor se fossem exclusivos do Conselho e se as tarefas fossem gerenciadas por um membro do conselho, podendo ser membro interno ou externo. **A meu ver, o mais importante seria que houvesse exclusividade.**

Segundo os membros externos, o mais importante seria a exclusividade do comitê. Outro ponto seria que o comitê deveria ser liderado por um dos membros do conselho. O desempenho do conselho de administração e das decisões pode estar sendo prejudicados devido a esta situação. No decorrer da entrevista um dos membros da família e também membro do conselho confidenciou que sentia dificuldades quando na pauta das reuniões debatiam temáticas relacionadas às estratégias financeira da companhia, pois a mesma acabava se tomando a decisão baseada na análise dos demais membros.

Segundo este entrevistado se tivesse um comitê especializado em finanças e auditoria, os membros poderiam aprofundar seus conhecimentos, uma vez que estariam voltados para dar suporte aos membros. Logo abaixo segue o trecho da entrevista.

no meu caso especificamente, tenho formação na área de psicologia é tenho que me esforçar bastante para estar bem preparada nas reuniões. Contudo, se houvesse um comitê especializado, certamente, eu teria mais informações e a minha compreensão seria melhor. Porém, muitas das vezes tenho que confiar nas conclusões dos demais colegas para tomar qualquer decisão.

Contudo, para Brahan (1997) o comitê de auditoria deverá atender apenas as demandas geradas do relacionamento entre conselho de administração e auditor independente, configurando como grupo de apoio indicado pelo conselho para escolher a auditoria independente e servir de ligação entre conselho e auditor independente. Ainda para o autor, o comitê de auditoria deve tratar e acompanhar as questões relacionadas aos procedimentos de auditoria.

Os comitês têm papel fundamental para a estrutura de governança corporativa e para o desempenho dos conselhos de administração. Desta forma, a utilização do setor de auditoria pelo conselho é uma não conformidade, uma vez que:

i) o setor de auditoria não está a disposição do conselho integralmente e com isso nem sempre fornece as informações em tempo hábil para que os conselheiros se aprofundassem no tema;

ii) percebe-se que esta situação é devido a uma forte relação entre alguns membros e a empresa, especificamente os internos, que no passado eram componentes da diretoria executiva da empresa, e ocupavam os cargos de presidente e diretores;

iii) a criação de um comitê de auditoria geraria gastos que a companhia pretende evitar, embora reconheçam ser de fundamental importância para o aperfeiçoamento da governança corporativa e para o melhor desempenho do conselho de administração.

4.1.3. Reeleição, Avaliação, Periodicidade das Reuniões e o Relacionamento com a Diretoria Executiva.

Conforme o Código das melhores práticas de governança corporativa do IBGC (2005) a reeleição é um instrumento de garantir o aperfeiçoamento e desenvolvimento do conselho, porém não deve ser automática. Não obstante, a reeleição na companhia se dá de modo automático, uma vez que um dos critérios estabelecidos no estatuto e no regimento da empresa é de que todos os membros internos do conselho sejam membros da família, não podendo ser outros funcionários que não tenham ligação de parentesco com a família.

Esta pesquisa também buscou conhecer se o conselho passa por algum processo de avaliação e o que se obteve como resposta foi que há um processo avaliativo ao final de cada para mensurar o desempenho das decisões do tomadas pelo conselho e uma avaliação

individual de cada conselheiro. Entretanto, não há vestígios de tal avaliação, sendo que se encontraram apenas alguns formulários e entrevistas realizadas com os conselheiros. Segundo um membro externo do conselho “não temos uma metodologia eficiente para avaliar e relacionar o desempenho de nossas decisões ao desempenho da empresa. Não sabemos efetivamente qual o impacto de nossas decisões sobre os resultados da empresa. Precisamos, sim, de um critério objetivo que possa medir nosso desempenho e apontar os pontos a melhorar”.

4.1.4. Interdependência entre Presidente do Conselho e o Presidente da Empresa

Ao questionar se os cargos de presidente do conselho e o de presidente executivo eram ocupados pela mesma pessoa, todos foram unânimes em responder que não. O presidente da empresa, segundo ainda, informações dos conselheiros não participa nem do conselho, quanto mais “ser presidente do mesmo”. Ao analisar a situação e buscar compreender o fato encontrado, pode-se perceber que os membros internos são exclusivamente membros da família que contem o controle acionário da sociedade e que o indivíduo que exerce o cargo de presidência da empresa não atenderia a essa exigência.

Outro fato já mencionado é que os membros familiares têm suas participações asseguradas no regimento do conselho de administração. Desta forma, durante a coleta de dados, também, verificou-se que não são membros da diretoria executiva participando como membros do conselho de administração. Percebeu-se então, que há uma clara situação de hierarquia e dominância por parte dos membros internos do conselho de administração sobre os membros do executivo da empresa. Esta situação ficou mais evidente, quando se entrevistou um dos membros interno do conselho que outrora fora presidente da empresa que justificou esta estrutura, dizendo que ela minimiza o conflito entre executivo e conselho, conforme relato abaixo:

(...) um dos benefícios da contratação da diretoria executiva foi que agora temos mais autonomia para cobrar quando uma unidade de venda não atinge a meta, por exemplo. Era mais difícil quando eu tinha que cobrar um dos meus irmãos o porquê não alcançara a meta. Hoje, com a nova estrutura que temos isso é muito mais simples, pois podemos sentar e avaliar como os trabalhos estão sendo realizados e como à diretoria e o presidente está tomando as decisões, sem ressentimento ou sem causar problemas na família.

Outro mecanismo utilizado pela empresa que segundo os membros internos ajudou a minimizar os conflitos entre parentes foi à instalação do Conselho de Família.

a governança corporativa é todo um conjunto que só funciona se todos cumprirem seus papéis. O conselho de administração tem que pensar as estratégias, a diretoria executiva tem que tocar a empresa e o **conselho de família tem que buscar solucionar os problemas de família**. Não adianta tentarmos resolver os problemas de família no conselho de administração, ou o conselho se envolver na administração da empresa, embora seja difícil para nós nos controlarmos.

Através do conselho de família são definidos os acordos familiares e onde os problemas são solucionados. Na Bipacel, todos os membros da família participam deste conselho e se reúnem esporadicamente em média de 5 a 6 vezes por ano, segundo respostas dos entrevistados.

4.2. Gestão Profissional e Sucessão Familiar

O código das melhores práticas de governança corporativa do IBGC (2005) assevera que “o executivo principal (CEO) deve prestar contas ao Conselho de Administração e é o responsável pela execução das diretrizes por este fixada. Seu dever de lealdade é para com a sociedade”. No intuito de verificar se a administração profissional contratada cumpre com a sua função elaborou-se 09 (nove) questões na tentativa de estudar o fato.

Inicialmente, questionou-se ao presidente da empresa e ao diretor financeiro se a administração da empresa estaria comprometida com a criação de valor através da execução

das ações estratégicas definidas pelo Conselho de Administração. Tanto o diretor financeiro quanto o executivo principal responderam que a gestão da empresa está empenhada em operacionalizar as estratégias definidas pelo conselho. O conselho de administração por outro lado, acredita que a administração da empresa ainda está em processo de desenvolvimento e por isso, ainda não obtêm os melhores resultados. Esta afirmativa fica mais evidenciada ao analisar o trecho da entrevista do membro interno do conselho.

(...) a **administração que contratamos vêm desempenhando um bom papel**, hoje a maior luta que tenho é de julgar o trabalho deles sem comparar com o trabalho que nós fazíamos quando estávamos no controle da empresa; mas vejo que **ela atende a maioria das metas estipuladas**, contudo, na minha visão, a administração esta em um processo de mudança, a cada dia, a cada problema ela vem aprendendo, vem ganhando experiência. Por esse motivo, **precisamos ser pacientes**, pois ainda *(eles)* **estão em processo de adaptação e aprendizagem**. Quer um exemplo, o nosso diretor de manufatura foi contratado a mais ou menos seis meses; tivemos que buscar em são Paulo alguém que atendesse as nossas exigências. (...) **estamos formando a nossa equipe, quando ela tiver pronta, teremos com toda a certeza resultados excelentes**.

Percebe-se que uma divergência entre as respostas do conselho e da direção executiva da empresa. Para a diretoria, eles estão atendendo as exigências dos sócios e dos membros do conselho, porém os membros do conselho não compartilham da mesma linha de raciocínio. Para alguns membros do conselho o executivo está em desenvolvimento e por este motivo ainda não proporcionam o retorno esperado.

Ao indagar os entrevistados quanto ao empenho por parte da diretoria executiva no desenvolvimento, implantação e manutenção de controles internos, o presidente da empresa e o diretor financeiro responderam que a direção executiva está dedicada a avaliar os controles internos, eliminando os controles que não agregam valor para a atividade, mantendo os que geram os resultados esperados e implantados novos controles que sejam necessários. Segundo o diretor financeiro, os controles internos devem ser simples, objetivos e fáceis de serem manipulados, caso contrário, poderiam não obter os resultados desejados.

Baseado nos critérios apresentados por Oliveira e Linhares (2007) e Peter e Machado (2003) no referencial teórico, buscou-se verificar se os controles internos da empresa atendiam aos princípios acima descritos. Pode-se verificar que os controles tinham as instruções devidamente informadas nos procedimentos operacionais da empresa (PO), que as funções eram devidamente segregadas e que havia uma clara definição dos poderes e responsabilidades dos cargos. Por outro lado, não se pode ratificar se ocorre o estudo da relação custo/benefício para a adoção dos controles internos, nem foi confirmado que existia uma rotatividade dos funcionários em relação aos controles internos. Percebeu-se, porém, que a empresa estava preocupada em treinar seus funcionários, nos casos de troca de setor e para os novos funcionários existe um processo de integração.

Outro ponto indagado aos entrevistados foi se o presidente e os Diretores da empresa utilizavam os relatórios periódicos elaborados para avaliarem o desempenho corporativo e para identificar os pontos a serem melhorados. Os membros do executivo da empresa afirmaram que os relatórios elaborados pela instituição são um instrumento valioso para avaliar se as metas estão sendo atingidas e posteriormente para identificar quais os pontos a serem melhorados, como se pode verificar em parte da entrevista abaixo com o Diretor Financeiro.

(...) os relatórios são apresentados nas reuniões mensais entre a diretoria e os gerentes, sendo que o gerente financeiro elabora as análises, justificando os resultados obtidos, apresentando as metas não obtidas e orientando quanto às readequações que precisaríamos. Antes das reuniões temos o hábito de fazermos uma leitura do relatório para termos um melhor aproveitamento. (...) as reuniões duram em média 03 horas, uma vez que buscamos consertar os erros para podermos ter melhores resultados futuros. (...) os pontos de melhorias são comunicados aos nossos colaboradores através da intranet . Enviamos uma apresentação com os números resumidos com mensagens motivacionais, deixando bem claro onde alcançamos as metas e onde devemos melhorar e nos esforçarmos mais.

Durante a coleta de dados foram solicitados os relatórios que a empresa produz e utiliza, assim como as apresentações que são elaboradas após as reuniões para serem enviadas

aos funcionários. Os relatórios são arquivados em pastas com as devidas análises e no final de cada ano são encadernados e arquivados. Quanto às apresentações enviadas aos funcionários, o setor financeiro tem um backup de todas as mensagens enviadas nos últimos 03 (três) anos. Percebe-se que a empresa utiliza os relatórios de modo eficiente, buscando, nas reuniões mensais, entender os resultados, identificar os erros cometidos, estando abertos a reavaliar metas e mudar estratégias.

Segundo o presidente da empresa, após a conscientização da importância das reuniões mensais com diretores e gestores como ferramenta de avaliação do trabalho executado e como ponto de partida para novos resultados e mudanças de postura, pode-se verificar que os desempenhos tiveram melhoras, sendo que a empresa se mostrou mais eficiente e eficaz nos resultados.

Quando indagados se os membros do conselho têm acesso livre às informações e arquivos da empresa a resposta da diretoria foi positiva. Segundo o presidente da empresa e ratificado pelo diretor financeiro, todas as informações são repassadas aos membros do conselho e se necessário for, são preparadas apresentações para os membros em caso de dúvidas. A afirmativa foi ratificada pelo conselho de administração, sendo feita uma ressalva quanto ao acesso a documentos do arquivo que nem sempre são entregues em tempo hábil quando solicitados. Os membros da diretoria justificam que a demora em alguns casos ocorreu devido a não terem mão-de-obra disponível para esse serviço que foge da rotina de trabalho.

A adoção das melhores práticas de governança corporativa proporcionou para a empresa diversos benefícios, entre eles operacional e financeiro. A empresa após o início do processo de adoção, para a gestão da empresa, iniciou paralelamente um processo de reestruturação que culminou na melhoria operacional e financeira da empresa. Entretanto,

para os gestores, o maior benefício foi à separação entre quem define as estratégias e quem as executa, conforme palavras do Conselheiro Presidente abaixo:

(...) sem dúvida que um dos maiores benefícios foi à segregação entre quem iria pensar as estratégias e quem teria a responsabilidade de executá-las. Trabalho na empresa há muito tempo e lembro quando a família estava no controle (...) não se tinha tempo para definir as estratégias ou para buscar novas oportunidades. O envolvimento com o operacional prejudicava muito. Agora com a criação do conselho e a contratação de uma administração profissional passamos ter melhores resultados.

Observa-se também que o presidente da empresa não participa do conselho de administração da empresa, sendo que os cargos de presidente executivo e presidente da empresa sejam distintos. Segundo o IBGC (2005) o presidente executivo até poderia participar do conselho, contanto que não acumulasse os cargos de presidente do conselho e do executivo. Segundo um dos conselheiros, o presidente não tem lugar no conselho porque os membros internos, conforme relatado anteriormente, por força do regimento, devem ser obrigatoriamente membros da família. A única exceção é para os membros externos que são eleitos mediante outros critérios. Neste caso, também não existem diretores participando do conselho de administração.

No caso de empresas de capital aberto, o acúmulo de cargos deve ser evitado para que não haja concentração de poder na mão de um único indivíduo. Porém, no caso brasileiro de empresas familiares de capital fechado, observa-se que a não inclusão do presidente executivo no conselho e a obrigatoriedade de todos os membros internos serem membros da família, gera uma concentração de poder sobre a empresa na mão dos familiares, não tendo nesta estrutura, o presidente e demais conselheiros, poderes para contra-argumentar. O tema é de vital importância, uma vez que a grande parte das empresas brasileiras, tanto de capital aberto, quanto as de capital fechado, são empresas familiares, controladas por famílias que exercem poderes plenos sobre as decisões tomadas.

Segundo Byrne (2002) a criação de fortes incentivos aos administradores garantiria que trabalhassem para alcançar as metas determinadas pelos sócios. Por se tratar de tema de tamanha importância, indagou-se os conselheiros e os executivos para se conhecer a forma como os executivos eram remunerados. Segue abaixo a declaração do presidente quanto à forma de remuneração dos membros do executivo:

a estrutura de remuneração apresentada pela empresa foi salário fixo, benefícios, premiação pelo alcance de metas e uma parte atrelada aos lucros da empresa. Presidente da Empresa. (...) a remuneração da diretoria é composta de parte fixa e parte variável que esta diretamente ligada aos resultados da empresa. Além disso, o presidente e diretores têm alguns benefícios adicionais, tais como moradia, alimentação, viagem entre outros (...) Membro do Conselho de Administração.

Os resultados da entrevista apontam para conclusão quanto à composição da remuneração dos executivos que a empresa correlaciona parte da remuneração a medidas de desempenho da empresa. Conclui-se que a remuneração tem correlação positiva com o desempenho da empresa.

Dada a importância do tema e a escassez de trabalhos voltados a estudar a relação da remuneração e desempenho em empresas familiares de capital fechado e até mesmo em empresas de capital aberto, questionou-se dos executivos quanto à composição da remuneração, como se pode acompanhar em trecho da entrevista com o presidente:

(...) a remuneração do presidente e dos diretores é composta de um salário fixo, mais bônus no final do ano que pode variar entre 01 a 05 salários para quem atingi mento das metas e outra parte que esta correlacionada a um indicador de rentabilidade da empresa. Além destes todos recebem previdência privada, auxilio moradia, transporte entre outros benefícios. Em resumo é composta de um fixo mais uma variável que depende dos resultados.

Quando questionados ao composto da remuneração da diretoria executiva e dos membros do conselho de administração, com base anual, obtiveram-se os seguintes resultados

abaixo. Este questionário foi aplicado aos membros do conselho de administração e aos membros do executivo da empresa.

<i>ITEM</i>	<i>CEO</i>	<i>Diretores</i>
Valores Fixos	Sim	Sim
Valores PLR	Sim	Sim
Valores em Bônus	Sim	Sim
Outros Benefícios	Sim	Sim

Quadro 02: Composição da Remuneração dos membros da Alta Gestão da Empresa.

Com base nos dados coletados pode-se então elaborar o seguinte quadro abaixo que descreve a composição da remuneração dos executivos e dos conselheiros da empresa. Identificou-se que a remuneração está dividida em 02 (dois) blocos: Remuneração Direta e Indireta.

A remuneração direta é composta de parte fixa e parte variável. A indireta compreende os benefícios oferecidos pela empresa que abrange aos conselheiros internos e diretoria executiva.

Um fato interessante percebido durante as entrevistas foi de que há distinção entre a composição dos membros internos e externos do Conselho de Administração. Conforme o quadro 01 verifica-se que os membros internos têm na composição da remuneração variáveis como gratificação por produtividade e benefícios, contudo as mesmas variáveis não compõem a remuneração dos membros externos.

Justifica-se este fato devido aos membros internos serem todos os membros das famílias e por isso têm o direito de receberem premiação por produtividade; por outro lado, juridicamente, fazem parte do quadro de funcionários da alta gestão o que viabiliza receberem todos os benefícios que o executivo recebe. Contudo, os membros externos não

são membros da família e nem funcionários da empresa, sendo que por este motivo não têm direitos a estas vantagens.

				CONSELHO		CEO	DIRETORES
				Interno	Externo		
REMUNERAÇÃO	Direta	Fixa	Salário	Sim	Sim	Sim	Sim
		Variável	Bônus e Gratificações	Sim	Sim	Sim	Sim
			Comissão	Não	Não	Sim	Sim
			Incentivos	Sim	Sim	Sim	Sim
			Participação nos Lucros e Resultados – PLR	Não	Não	Sim	Sim
			Premiação por Produtividade	Sim	Não	Não	Não
	Indireta	Benefícios	Plano de Saúde com cobertura total	Sim	Não	Sim	Sim
			Plano Odontológico	Sim	Não	Sim	Sim
			Reembolso de 50% até 90% na compra de medicamentos	Sim	Não	Sim	Sim
			Seguro de Vida	Sim	Não	Sim	Sim
			Previdência Privada	Sim	Não	Sim	Sim
			Auxílio Moradia	Sim	Não	Sim	Sim
			Auxílio Transporte	Sim	Não	Sim	Sim
			Auxílio Educação	Sim	Não	Sim	Sim
			Auxílio Viagem	Sim	Não	Sim	Sim
			Auxílio Creche	Sim	Não	Sim	Sim

Quadro 03: Composição da Remuneração dos membros da Alta Gestão da Empresa.

4.3. Transparência e Prestação de Contas

Quanto à elaboração de relatórios financeiros foi entrevistado 02 (dois) membros do conselho de administração e 02 (dois) membros do executivo. Quando indagados se a organização elaborava e divulgava relatórios financeiros, os entrevistados foram unânimes em responder que os relatórios divulgados são os exigidos por lei conforme trecho da entrevista com o diretor financeiro.

todos os nossos relatórios publicados são exigidos por lei. Não temos nenhum tipo de relatório que seja publicado por iniciativa do grupo, pois avaliamos que não seja necessário no momento.

Segundo os membros do executivo que participaram da pesquisa, a empresa elabora relatórios financeiros que são apresentados nas reuniões do conselho de administração que apresentam as informações detalhadamente. O relatório é subdividido em quatro partes que são: a) produção; b) finanças; c) comercial e d) administrativa. Durante a reunião com o conselho, os diretores de cada área, apresentam parte do relatório, indicando os pontos críticos e as medidas corretivas adotadas.

Quando questionados se os relatórios fazem menção quanto à evolução das práticas de governança a resposta não foi unânime entre os entrevistados. Segundo os membros da diretoria executiva os relatórios não fazem menção sobre as práticas de governança corporativa focando apenas os dados de caráter econômico financeiro. Os membros do conselho, contudo, ressaltam que apesar de não haver um campo destinado a apresentação das práticas e das evoluções, todos os relatórios apontam os pontos críticos a serem melhorados, apontam as metas que não foram alcançadas e esclarecem os motivos. Há o exercício de uma prática de prestação de conta entre o conselho e a diretoria executiva.

os relatórios não fazem menção direta à evolução das práticas de governança adotadas, mas apresentamos algumas ressalvas apontadas pelos diretores. Entregar um relatório composto de 500 páginas nem sempre é ser transparente, porém, nossos relatórios apresentados nas reuniões, tanto do conselho, quanto nas reuniões da diretoria com seus subordinados, há o cuidado de evidenciar os pontos que nem sempre são favoráveis aos gestores. (...) no início era incomodo, agora já estamos todos acostumados.

Segundo Conselheiro Administrativo da companhia, o fato de realizar ressalvas quanto aos resultados da companhia, poderia ser considerado que os relatórios fazem menção indireta às práticas de governança. Ao verificar junto aos relatórios da companhia, pode-se comprovar que os relatórios apresentam as ressalvas elaboradas pelos diretores, entretanto, não há pontos destinados a comentar como as praticas de governança estão sendo desenvolvidas dentro da corporação.

Conclui-se que a empresa não discute a qualidade das práticas de governança adotadas, ações estratégicas ou quaisquer ações que norteiem à organização a criação de valor para os acionistas. Quanto ao fato de apontar os resultados negativos nos relatórios, pode-se classificar este procedimento como prestação de contas entre os diretores e conselho de administração da empresa e não como menção as pratica de governança.

A empresa não adota uma postura aberta quanto à divulgação de suas informações. Os relatórios publicados são por exigência legal dentro dos períodos exigidos por lei. A empresa realiza algumas publicações internas de algumas informações, restrita aos níveis da organização para fins de informar os colaboradores do atingimento das metas. Essas informações divulgadas são parciais e o canal de comunicação utilizado é a *intranet* da empresa.

Quando indagados a respeito da estrutura de auditoria da empresa, os entrevistados informaram que a empresa é auditada por uma empresa reconhecida internacionalmente, a saber, a *Pricewaterhouse Coopers*, que mantém um contrato de prestação de serviço de cinco anos. Os últimos relatórios recebidos continham ressalvas sobre questões tributárias, que segundo o presidente do conselho e o presidente da empresa referem-se à matéria onde há divergência entre Receita Federal e Suframa. Verificou-se que as ressalvas feitas pela auditoria independente são referentes ao recolhimento do IPI que segundo a receita Federal deveria ser feito o recolhimento integral, porém pela legislação da Zona Franca de Manaus a empresa tem o direito de se beneficiar do imposto.

4.4. Custo de Capital da Empresa

Custo de Capital relaciona-se com taxa de retorno exigida pelo investidor, capaz de remunerar o custo global das fontes de capital (MYERS e BREALEY, 1996; BRIGHAM e

HOUSTON, 1999; ASSAF NETO, 2007). O custo de capital de uma empresa esta intimamente relacionada ao Risco (GITMAN, 1997; ROSS, 2005; MYERS e BREALEY, 1996). Quanto maiores forem os riscos do negócio, maiores serão os custos de capitação. Para Srouf (2002) empresas que adotam práticas de Governança Corporativa reduzem os riscos do negócio o que segundo Gitman e Madura (2005) com a redução dos riscos influência na redução do custo de Capital.

Nas entrevistas realizadas com o Conselho de Administração indagou-se sobre como estas praticas de Governança Corporativa afetaram o valor corporativo da empresa e obteve-se a seguinte resposta:

(...) percebo que o valor que foi agregado esta relacionado ao tempo que temos para investir na elaboração da estratégia da empresa, além do fortalecimento dos processos internos. (Membro Externo, 22 de Set. de 2009) (...) nas reuniões periódicas que ocorrem a cada 40 ou 50 dias, temos verificado que a empresa vem crescendo significativamente. (Membro Interno, 15 de Set. de 2009)

Segundo os entrevistados, a adoção das práticas de governança teve influência na composição do valor da empresa uma vez que há um tempo maior para a elaboração da estratégia da empresa por parte dos membros da família. Antes da adoção da Governança a estratégia da empresa, conforme os membros da família estavam em segundo plano. Os processos internos da empresa tornaram-se mais consistentes e confiáveis após a adoção das práticas de governança, sendo que a empresa passou a ser mais rentável e os processos menos onerosos.

Ao entrevistar os membros do conselho e da diretoria, quanto à influência das práticas de governança na composição do capital da empresa, os pesquisados responderam que os custos e o processo de obtenção não foram facilitados, entretanto as práticas de governança proporcionaram que a empresa se enquadre nas exigências de bancos e instituições de fomento para a obtenção de recursos. Segundo o conselheiro interno (antigo

diretor administrativo financeiro da empresa), a rotina de captação de recursos continua a mesma, não se identificou uma facilidade maior na obtenção de capital oferecida pelos fornecedores (bancos e instituições de fomento), contudo, hoje somos uma empresa que apresenta baixo risco nas operações de concessão de crédito para qualquer fornecedor de capital.

Não obstante, para o Presidente da empresa, a adoção de modernas práticas de governança proporcionou controles e processos internos mais eficientes, que resultam em custos menores e maiores rentabilidades. Estes fatos possibilitam que a empresa seja avaliada por bancos e instituições de fomento como empresa capaz de obter crédito e dentro dos padrões exigidos pelos credores. Conclui-se que a empresa obtém capital com maior facilidade como consequência da estruturação causada pela governança corporativa. Esta afirmativa é corroborada nas palavras do presidente da empresa:

(...) adoção das praticas de governança, passamos a obter capital com maior facilidade, não porque o processo seja-nos facilitado, mas porque a empresa hoje atende a toda e qualquer exigência documental, econômica e financeira que seja exigida. (Presidente da Companhia, 18 de Set. de 2009).

Para o conselheiro interno (ex-diretor administrativo financeiro) a empresa tem facilidade de obter capital no mercado, porém, não pode afirmar se esta facilidade é resultado da adoção as práticas de governança ou se pela credibilidade da empresa no mercado. Por fim, verificou-se, a partir da percepção dos entrevistados, que a empresa, quando comparadas com outras, consegue obter capital com certa facilidade, mas não se pode afirmar se esta facilidade encontrada é consequência da adoção das práticas de governança ou devido à credibilidade da empresa construída nos últimos anos.

Contudo, quando questionados sobre o custo de capital da empresa, um dos membros do conselho informou não saber com exatidão qual o custo de capital da empresa conforme trecho da entrevista:

(...) não sabemos informar com certeza qual o custo de capital da empresa. Comparamos o nosso retorno com o a média do setor. (Membro Externo, 22 de Set. de 2009). Nossa modelo de definição de custo de capital é definido por comparação com a rentabilidade do setor. (Membro Interno, 15 de Set. 2009)

Quanto ao custo de capital foi informado pelo presidente da companhia que um dos projetos a serem executados é a organização dos processos internos para a implantação de uma metodologia de calculo para definição do custo de capital. Quando indagado sobre a importância e necessidade de uma metodologia mais robusta, ele foi direto ao dizer que não tem uma real noção do custo de capital da empresa, embora conheça algumas metodologias de calculo. Segundo o CEO, esta é uma das metas do Diretor Administrativo Financeiro o desenvolvimento e implantação de uma metodologia consistente de determinação do custo de capital da empresa. Deve-se ressaltar que o custo de capital é a taxa de retorno utilizada para avaliar investimentos em novos projetos e que esta intimamente interligada ao risco da empresa. Atualmente, o diretor financeiro levanta, por segmento de papel e celulose, a rentabilidade das principais empresas do setor, a qual é utilizada como Taxa de Atratividade do Negócio.

Outro ponto indagado na empresa foi com relação ao relacionamento da companhia com os fornecedores de capital, se havia ocorrido alguma mudança percebida, após a adoção das práticas de governança. Para os entrevistados a empresa consegue captar recursos no mercado de maneira mais imediata, não apenas pela adoção da Governança, mas, inclusive, pela estabilidade e responsabilidade da empresa frente as suas obrigações e credibilidade no mercado local.

o custo de captação não reduziu, acredito, por causa da nossa governança. Acredito, veja bem, que isso ocorre devido a nossa estabilidade no mercado e nossa responsabilidade junto aos fornecedores e obrigações. (Membro Interno do Conselho, 15 de Set. de 2009)

Não foi possível encontrar uma influência direta na redução dos custos de capital, porém, pode-se identificar que a empresa passou a receber maiores ofertas de linhas de crédito

por parte dos fornecedores. Para o diretor financeiro a facilidade se dá “devido ao porte da empresa e a sua estabilidade no mercado, além do relacionamento de longa data com os fornecedores”. Esta afirmativa não foi comprovada durante a pesquisa, uma vez que não houve oportunidade para se entrevistar os principais fornecedores de capital de longo prazo da empresa.

Percebe-se que com a aplicação das práticas de governança corporativa a empresa é percebida como ativo que apresenta controle e monitoramento do risco não sistêmico o que reduz o risco global da empresa (SANTOS, 2009). Desta forma, para investidores e fornecedores de capital a empresa se apresenta como oportunidade de investimento com retorno garantido, o que explica a “desburocratização do processo” e a maior facilidade de acesso a linhas de crédito.

Contudo, não se pode afirmar que ao adotar as praticas de governança, o mercado percebeu este fato e influencia na redução custo de capital da empresa, pelo fato da empresa prática governança há pouco tempo para ser percebida pelo mercado. Conforme palavras do Conselheiro da empresa, “estamos iniciando um processo revolucionário, que no futuro, quando formos substituídos pelos nossos filhos, eles, certamente dirão que fomos visionários”.

Quanto aos motivos que levaram a companhia a adotar praticas de governança os membros da família afirmaram que a sucessão é o fator motivador. Segundo os familiares, diversos benefícios foram proporcionados pela adoção das práticas, tais como maior foco na elaboração da estratégia da empresa, reorganização dos processos internos, eliminando os gargalos, gestão profissional capaz de melhorar os resultados e maior rentabilidade, entretanto, quando foi tomada a decisão, o objetivo era garantir a sucessão familiar e a perenidade da empresa. Segundo o antigo Presidente da empresa, hoje membro interno do conselho de administração, a empresa funciona independente dos familiares estarem ou não

presente na empresa. Através da governança foi possível a cisão dependente entre empresa e membros da família o que anteriormente não era possível.

Outra questão levantada durante a pesquisa foi sobre as principais fontes de captação de recursos. Primeiramente, buscou-se identificar as principais fontes de capital da Bipacel. A empresa tem como principal fonte, o capital dos sócios (Capital Próprio) que gira em torno de 80% do volume total de capital investido e apenas 20%, aproximadamente, de capital de terceiro conforme Tabela abaixo.

O recurso de capital de terceiro, desde 2000, são oriundos de financiamentos realizados junto a Agência de Fomento do Estado do Amazonas cujo custo é de 8% ao ano com carência de 72 meses. Para o CEO da empresa, o relacionamento da Bipacel com a Agência de Fomento é baseado na confiança mútua, o que vem possibilitando a obtenção de crédito com maior facilidade e a custos mais baixos. Deste modo, calculou-se o custo de capital da empresa a partir das seguintes variáveis: a) 27,5% a alíquota do Imposto de Renda; 8% Custo Total de Capital de Terceiro, requerida pela AFEAM. A partir desses dados elaborou-se a seguinte tabela abaixo:

Período	Custo Bruto	Benefício Adimplência	Benefício Fiscal	Custo Líquido
2004	8% + TJLP	-	2,2%	5,8%+ TJLP
2005	8%+ TJLP	-	2,2%	5,8%+ TJLP
2006	8% + TJLP	2%	2,2%	3,8%+ TJLP
2007	8% + TJLP	2%	2,2%	3,8%+ TJLP
2008	8% + TJLP	-	2,2%	5,8%+ TJLP

Tabela 01: Custo Líquido do Capital de Terceiro.

O custo da empresa é influenciado pelo benefício fiscal que é definido através do desconto da alíquota do imposto de renda sobre o custo bruto de capital, uma vez que as despesas de juros geradas pelo financiamento do capital de terceiro em empresas optante do lucro real, podem ser deduzidas da base de cálculo do imposto de renda. O benefício de

adimplência não é exclusivo para empresas que adotam práticas de governança, e sim, para os credores que saldam as obrigações em dia.

Para se identificar a estrutura de capital da empresa Bipacel coletou-se os dados direto do Sistema de Informação da empresa. As informações utilizadas no cálculo e coletas no sistema foram às seguintes: Passivo Exigível de Longo Prazo (PELP) e o Patrimônio Líquido (PL) dentro do período de 2002 a 2008. Exclui-se o Passivo Circulando que segundo não compõem a estrutura de capital.

Percebe-se que entre os anos de 2002 a 2004 não houve grandes oscilações na estrutura de capital da empresa. Entre os anos de 2004 a 2005 nota-se uma mudança ocorrida devido à entrada de capital de terceiro obtido através de uma linha de crédito junto a AFEAM. Os dados relativos ao financiamento foram confirmados junto ao setor contábil da empresa.

Capital	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Terceiro	16,07%	15,18%	15,08%	24,52%	24,59%	24,33%	24,31%
Próprio	83,93%	84,82%	84,92%	75,48%	75,51%	75,67%	75,69%

Tabela 02: Estrutura de Capital da Bipacel

Rogers e Securato (2007) realizaram um estudo cujo objetivo era verificar a influência das práticas de governança na composição do custo e estrutura de capital e, por conseguinte, se aumentava o retorno sobre o investimento. Os autores confirmaram que empresas que a Governança Corporativa contribui para a redução do custo de capital.

Após a análise dos dados observou-se que a empresa não teve como benefício à redução do custo de capital e que as oscilações na estrutura de capital da empresa não estão diretamente relacionadas à governança corporativa. Segundo os entrevistados os benefícios gerados são: a) Profissionalização da Administração; b) A preparação da empresa para a

Sucessão Familiar; e c) A possibilidade dos Familiares, membro do Conselho, dedicarem-se a definição das estratégias da empresa.

5 Conclusão

Esta dissertação propôs-se a analisar se a adoção das práticas de governança corporativa sugeridas pelo código das melhores práticas do IBGC influencia a estrutura e o custo de capital da empresa BIPACEL. As conclusões terão como referencial o atendimento aos objetivos propostos.

O objetivo da pesquisa foi atingido uma vez que após a análise das práticas de governança corporativa pode-se observar que estas não influenciam na composição da estrutura de capital e no custo de capital de empresas de capital fechado. Os benefícios obtidos pela empresa estão centrados na melhoria da eficiência operacional e na eficácia dos resultados.

A empresa passou a ter melhores resultados após a contratação de uma gestão profissional refletida pelos indicadores de rentabilidade calculados na empresa. Com a migração dos familiares membros da diretoria para ocuparem os cargos de membros internos do Conselho de Administração, eles obterem tempo para definir as estratégias da empresa, para estudar as novas oportunidades de mercado, para prepararem os sucessores.

Pode-se perceber que a empresa esta empenhada na qualidade das práticas de Governança Corporativa, dedicando-se a atender a todos os requisitos expostos no Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC. As não-conformidades encontradas na adoção das práticas estão relacionadas à composição do conselho de administração e processo de reeleição dos membros.

Quanto à obtenção de recursos a empresa passou a obter recursos com maior facilidade, entretanto a custos semelhantes ao de outros concorrentes do mesmo segmento. A

redução do custo na obtenção de capital esta relacionado ao porte e estabilidade da empresa no mercado local e não pela adoção das práticas, conforme membros do conselho de administração.

Quanto à percepção dos membros do conselho de administração e diretores executivos em relação aos benefícios foram unânimes em afirmar que a governança proporcionou a empresa um plano de sucessão de familiar, separação entre os assuntos familiares e empresariais, redução entre os conflitos familiares, melhoria nos resultados e maior eficiência operacional. O maior envolvimento dos sócios na condução estratégica da organização foi outro benefício proporcionado pela adoção das praticas de governança corporativa. Para os membros do conselho o maior benefício é o de preparar a empresa para a sucessão familiar, tornando o negócio independente dos membros da família e garantindo a perenidade do negócio.

As principais fontes de recursos da empresa são bancos de fomento (AFEAM, BASA, BNDES) e os fornecedores de matéria prima. Entretanto, após um plano de reestruturação, anterior a adoção da governança corporativa, a empresa passou a auto-financiar as operações operacionais e de expansão do negócio, mantendo apenas linhas de crédito junto aos fornecedores. Quanto ao custo e facilidade, o diretor financeiro confirmou ser alvo de diversas propostas para obter financiamentos junto aos bancos de fomento, com plano de pagamento e taxas diferenciadas.

Quanto à metodologia de calculo do custo de capital da empresa, pode-se concluir que não existe nenhum método para medir o custo de capital da empresa. Segundo membros da diretoria executiva não há metodologia especifica, sendo que o custo é estimado a partir da comparação com o custo de outras empresas do mesmo setor. A rentabilidade da empresa é

estabelecida através da comparação com a rentabilidade de outras empresas do segmento de Papel e Celulose.

Ainda quanto a custo de capital, pode-se perceber que o custo de capital próprio teve aumento. O fato é justificável uma vez que ao melhorar a eficiência operacional e os resultados financeiros os acionistas passaram a exigir cada vez taxas de remuneração do capital próprio mais altas, elevando, por conseguinte, o custo de capital próprio.

5.1 Limitações da Pesquisa

Durante a consecução do estudo foram percebidas algumas limitações que são apontadas abaixo:

a. Estudo de Caso

Por se tratar de um estudo de caso os resultados encontrados não poderão ser generalizados, tendo as inferências validade apenas para o caso estudado;

b. Limitações na Entrevista -

As entrevistas não foram aplicadas a todos os membros do conselho e da diretoria executiva o que pode ter diminuído a possibilidade de perceber outros incidentes críticos e esclarecedores quanto à temática;

c. Disponibilidade dos Entrevistados

O tempo de duração das entrevistas de 02 horas fora pequeno em alguns casos, o que, também, pode ter diminuído a possibilidade de esclarecer pontos que precisariam de maiores esclarecimentos ou de se abordar outros temas interessantes ao trabalho;

Outra limitação encontrada foi a não participação dos principais fornecedores de capital da empresa, como a Agência de Fomento do Estado do Amazonas – AFEAM, Banco da Amazônia – BASA, entre outras fontes de recursos da empresa. Apesar de contatar a AFEAM para participar da pesquisa, a instituição não demonstrou interesse em contribuir.

d. Falta de bibliografia nacional sobre o tema abordado

Não se encontrou pesquisas semelhantes no cenário nacional, o que limitou a elaboração da fundamentação teórica. Outra dificuldade encontrada foi à seleção da metodologia de cálculo do custo de capital da empresa.

e. Dificuldade de mensurar a qualidade das Práticas Adotadas

A falta de um instrumento capaz de quantificar o grau de qualidade da Governança Praticada pela empresa é identificada como uma limitação do trabalho.

Estas foram às limitações identificadas no trabalho.

5.2 Recomendações para futuras pesquisas

Algumas sugestões de pesquisa podem ser feitas a partir deste trabalho, como segue:

- a) Investigar a composição e características dos Conselhos de Administração de empresas Familiares de capital Fechado;
- b) Investigar se há um padrão de governança corporativa específico para empresas de capital fechado;
- c) Estudar os fatores de adoção de práticas de Governança Corporativa por empresas de Capital Fechado;

- d) Sugere-se aqui a realização de pesquisas futuras que objetivem verificar a relação entre a concentração de poder na mão das famílias controladoras e os desempenhos obtidos por empresas que tenham adotado práticas de governança corporativa e até que ponto esta estrutura encontrada, na maioria das empresas, contribui para a adoção das práticas de governança corporativa.

Referências

AGUIAR, Andson Braga de et al., **Retornos de Ações e Governança Corporativa: um estudo de eventos**. Fipecapi, 2004.

ATTIE, W. **Auditoria interna**. São Paulo, Atlas, 1992.

BARROS, J.R.M. et al. **Desafios e oportunidades para o mercado de capitais brasileiro**. São Paulo: Bovespa, jul. 2000. Disponível em: <[HTTP://www.bovespa.com.br](http://www.bovespa.com.br)> acesso em: 11/08/2009.

BARROS, Lucas Ayres B. De, FAMÁ, Rubens, SILVEIRA, Alexandre Di Miceli Da. **Atributos Corporativos, Qualidade da Governança Corporativa e Valor das Companhias Abertas no Brasil**. – FEA/USP, 2002, Disponível em: < www.teses.usp.br > Acessado em 14 de Novembro de 2008.

BATISTELLA, Flávio Donizete, CORRAR, Luiz João, BERGAMANN, Daniel Reed, AGUIAR, Andson Braga de. **Retornos de Ações e Governança Corporativa: Em estudo de Eventos**. USP, 2003.

BECHT, Marco, BOLTON, Patrick, ROELL, Alisa. **Corporate Governance and control**. ECGI Finance Working paper n.02/2002, 2002. Disponível em <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=343461>. Acessado em 20 de Janeiro de 2009.

BERLE, Adolph, MEANS, Garnier. **The Modern Corporation and Private Property**. New York: Macmillan, 1932.

BOTOSAN, Christine A. **Disclosure level and the cost of equity capital**. The accounting review. Vol. 72, no. 3, July 1997, p. 323-349.

BYRNE, John. **How to Fix Corporate Governance**. Business Week European Edition. New York. McGraw – Hill, p. 42-50, 2002.

CAMPOMAR, Marcos Cortez. **Do uso de “Estudo de Caso” em pesquisas para dissertações e teses em administração.** Revista de Administração, São Paulo, v. 26, no. 3, p.95-97, Julho/Setembro, 1991.

CHIZZOTTI, Antonio. **Pesquisa em Ciências Humanas e Sociais.** 3.ed. São Paulo: Cortez, 1998. p. 77-85.

COLLIS, Jill; HUSSEY, Roger. **Pesquisa em administração: um guia prático para alunos de graduação e pós-graduação.** 2. ed. Tradução de Lucia Simonini. Porto Alegre: Bookman, 2005.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIARIOS. **Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa.** Junho, 2002. Disponível em: <http://cmv.gov.br>. Acesso em 02 de Abril de 2009.

EISENBERG, Theodore, SUNDGREN, Stefan, WELLS, Martin. Larger board size and decreasing firm value in small firms. **Journal of Financial Economics**, v. 48, p. 35- 54, 1998.

FÜERST, Oren, KANG, Sok-Hyon. Corporate governance, expected operating performance, and pricing. **Working in Progress**, v.2.2, Yale School of Management, New Haven, CT, 2000.

GITMAN, Lawrence. MADURA, Jeff. **Administração Financeira: Uma abordagem gerencial.** Ed. Pearson, 2006.

GITMAN, Lawrence. **Princípios de Administração Financeira.** São Paulo: Ed. Harba, 1997.

GLEASER E., S. JOHNSON, A. SHLEIFER. **Coase Versus the Coasians**, Quartely Journal of economics vol 108 (3), 853-899.

GROPPELLI, A.A. ; NIKBAKHT, Ehsan. **Administração Financeira**. Tradução Célio Knipel Moreira, 2a. Edição, São Paulo, Editora Saraiva, 2006.

HERMALIN, Benjamin, WEISBACH, Michael. Board of Directors as an endogenously determined institution: a survey of the economic literature. **NBER Working Paper**, n. 8161, Cambridge, Massachusetts, 2001.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código das Melhores práticas de Governança Corporativa**. São Paulo: IBGC, Abril de 2009: Disponível em: <http://www.ibgc.org.br>. Acesso em 02 de Abril de 2009.

JENSEN, M. C. ; MECKLING, W. H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. **Journal of Financial Economics**, 1976.

JENSEN, M. C. Agency costs of free cash flow, Corporate Finance, and takeovers. **American Economic Review**, v. 76, n. 2, p. 323-29, 1986.

JENSEN, Michael. **A theory of the firm: governance, residual claims, and organizational forms**. Harvard University Press, 2001. 320p.

KAYO, Eduardo Kazuo., FAMÁ, Rubens. **Teoria** de Agencia e crescimento: Evidencias empíricas dos efeitos positivos e negativos do endividamento. **Caderno de Pesquisa em Administração**, v. 2, No. 5, 2 Trim/1997, São Paulo, 1997.

KIMURA, Herbert, LINTZ, Alexandre C., SUEN, Alberto Sanyuan. Uma contribuição da Teoria de opções para a avaliação dos custos máximos de agencia. **Caderno de Pesquisa em Administração**, v. 1, No. 6, 1 Trim/1998, São Paulo, 1998.

KLAPPER, L.; LOVE, I. Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. **World Bank Policy Research**, Working Paper 2818, April 2002.

LA PORTA, Rafael, SHLEIFER, Andrei, LOPEZ-DE-SILANES, Florencio, VISHNY, Robert. Investor protection and corporate governance. **Journal of Financial Economics**, v. 58, p. 3-27, October, 2000.

LAKATOS, Eva Maria, MARCONI, Maria de Andrade. **Fundamentos de Metodologia Científica**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2005.

LEAL, R. P.C. ; CARVALHAL, A.; ALOY JUNIOR, R.; LAPAGESSE, G. Estrutura de controle e valor de mercado das empresas brasileiras. XXIV Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação em Administração (ENANAP), 2000, Florianópolis. In: **Anais...**Rio de Janeiro: ANPAD, 2000 (CD-ROOM).

LEAL, R.P.C.; SAITO, R. **Finanças Corporativas no Brasil**. ERA Eletrônica, FGV, São Paulo, V.2, N.2, Jul-Dez 2003. Disponível em:< <http://www.rae.com.br>>. Acesso em Março de 2009.

LOPES, Alexsandro B. **A relevância da informação contábil para o mercado de capitais: O modelo de Ohlson aplicado à Bovespa**. São Paulo, 2001. Tese (Doutorado). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade – FEA-USP, 2001.

MARCON, Rosilene, SOUZA, Everson de Souza. **Desempenho econômico e de mercado das empresas conforme sua classificação nos Níveis de Governança Corporativa**. XXVI ENEGEP – Fortaleza, CE, Brasil, Outubro de 2006.

MARION, José Carlos. **Contabilidade Empresarial**: A contabilidade como instrumento de análise, gerencia e decisão; as demonstrações contábeis, origens e finalidades, os aspectos fiscais e contábeis das leis em vigor. 13. ed. revista, atualizada e modernizada. Editora Atlas, São Paulo, 2008.

MINARDI, Andrea Maria Accioly fonseca et al. **Estimando o custo de capital de companhias fechadas no Brasil para uma melhor gestão estratégica de projetos**. IBEMEC Working Paper : WPE – 33, 2007.

ODA, Andre Luiz, YOSHINAGA, Claudia Emiko, OKIMURA, Rodrigo Takashi, SECURATO, José Roberto. **Análise da relação entre indicadores contábeis e betas de mercado das empresas brasileiras negociadas na bolsa de valores no período de 1995 – 2003**. USP, 2003.

OKIMURA, Rodrigo Takashi, **Estrutura de propriedade, Governança Corporativa, Valor e desempenho das empresas no Brasil**. Tese (Doutorado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, 2003.

OKIMURA, Rodrigo Takashi, SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da, ROCHA, Keyler Carvalho. **A influência da Concentração de Propriedade e Controle no Valor das Empresas no Brasil**. RAC – Eletrônica. Vol.1, n.1, art.8, p. 119-135. Jan/Abr. 2007. Disponível em: < <http://www.anpad.org.br/rae-e>>. Acessado em 14 de Novembro de 2008.

OLIVEIRA, Jaildo Lima de; SILVA, César Augusto Tibúrcio. **A Governança Corporativa no Sistema Financeiro Nacional**. Banco Central do Brasil, 2004.

ORGANIZAÇÃO PARA COOPERACAO E DESENVOLVIMENTO ECONOMICO (OCDE). **Relatório oficial sobre Governança Corporativa na América Latina**. Tradução de Pinheiro Neto Advogados, Danvers – USA: OCDE, 2003. Disponível: <www.ocde.org/daf/corporate-affairs/>>. Acesso em Dezembro de 2008.

PELEGRINI, Carlos Henrique. **Governança Corporativa – A poderosa ferramenta do crescimento empresarial sustentável, com o fim de conflitos e das disputas familiares**. Revista das Faculdades de tecnologias e de Ciências Econômicas, Contábeis e de Administração de Empresas Padre Anchieta. Ano V. n. 10. 2004.

PETER, M.G.A. e MACHADO, M.V.V. **Manual de auditoria governamental**. São Paulo, Atlas, 248 p. 2003.

PINEGAR J. Michael, WILBRICHT, Lisa. What **Managers think of capital structure theory: A survey, financial management**, Jan-Mar, 1989, pp. 89-91.

RODRIGUES, Alexandre V., SOUSA, Almir Ferreira. **Custo do Capital Próprio com autofinanciamento positivo**. IV SEMEAD, 1999.

ROGERS, Pablo. **Governança Corporativa, Mercado de Capitais e Crescimento econômico no Brasil**. Dissertação (Mestrado de Administração). Universidade Federal de Uberlândia, 2006.

SANTOS, Joséte Florêncio dos; LEAL, Ricardo Pereira Câmara. Práticas de Governança Corporativa em Empresas Familiares não-Listadas de Capital Aberto. VII Encontro Brasileiro de Finanças, Rio de Janeiro, 22 e 23 de julho de 2007. In: **Anais...**, Rio de Janeiro, 2007.

SANTOS, Rafael Liza; SILVEIRA, Alexandre Di Miceli. **Board Interlocking no Brasil: A participação de Conselheiros em múltiplas companhias e seu efeito sobre o valor das empresas.** Revista Brasileira de Finanças. Vol. 5, n. 2, pp. 125-163, 2007.

SHLEIFER, Andrei, VISHNY, Robert. A survey of corporate governance. **Journal of Finance**, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.

SIFFERT, N.F., Governança Corporativa: Padrões Internacionais e Evidências Empíricas no Brasil nos anos 90. **Revista do BNDES**. Rio de Janeiro, 1998.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli. **Governança Corporativa e Estrutura de Propriedade: Determinantes e Relação com o Desempenho das empresas no Brasil.** São Paulo. Tese (Doutorado em Administração) – FEA/USP, 2004, Disponível em: < www.teses.usp.br > Acessado em 14 de Novembro de 2008.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli. **Governança Corporativa, Desempenho e Valor da Empresa no Brasil.** São Paulo. Dissertação (Mestrado em Administração) – FEA/USP, 2002, Disponível em: < www.teses.usp.br > Acessado em 14 de Novembro de 2008.

SROUR, G. Práticas diferenciadas de governança corporativa: um estudo sobre a conduta e a performance das firmas brasileiras. II Encontro Brasileiro de Finanças, Rio de Janeiro, 22 e 23 de julho de 2002. In: **Anais...** Rio de Janeiro, 2002.

TOMAZONI, Tarcísio, MENEZES, Emílio Araújo. Estimativa do custo de capital de empresas brasileiras de capital fechado sem comparáveis de capital aberto. **Revista de Administração**, São Paulo, v. 37, no. 4, p.38-48, Outubro/Dezembro, 2002.

VIEIRA, M. F. Por uma boa pesquisa (qualitativa) em administração. In: VIEIRA, M. F.; ZOUAIN, D. M. (Org.). **Pesquisa Qualitativa em Administração**. Rio de Janeiro: Editora FGV, 2004. p. 13-28.

YERMACK, David. Higher market valuation of companies with a small board of Directors. **Journal of Financial Economics**, v. 40, n.3, p. 185-213, 1996.

Apêndice A – Roteiro de Entrevistas do Conselho de Administração

PESQUISADOR: Adriano da Silva Guimarães – Mestrando em Administração de Empresas.

ORIENTAÇÕES:

- O Objetivo deste Roteiro de Entrevista é obter informações com a finalidade de estudar a influência das práticas de Governança Corporativa sobre o custo de capital de empresas de capital fechado;
- Serão entrevistados todos os gerentes financeiros e de produção e os membros da diretoria executiva da empresa BIPACEL;
- Nas questões fechadas assinalar a alternativa correspondente a sua resposta;
- As respostas fornecidas serão inseridas em banco de dados com acesso restrito ao pesquisador do projeto, assegurando o sigilo da fonte de informação;
- O seu nome não será divulgado em hipótese alguma, sendo mantido em sigilo;
- Em caso de dúvidas, consultar o pesquisador responsável pelo fone 092 9145-2551;
- O instrumento de coleta é composto de três partes: Identificação, Entrevista e Observações.

I - IDENTIFICAÇÃO

1. Data da Entrevista: ____/____/____
2. Nome (opcional): _____
3. Cargo: _____
Função: _____
4. Local de trabalho: _____
5. Tempo de função gerencial (em anos): _____
6. Tempo de função na BIPACEL (em anos): _____
7. Idade:
a) () 20 – 30 b) () 31 – 40 c) () 41 – 50 d) () 51 – 60 e) () Acima de 60
8. Sexo:
a) () Masculino b) () Feminino
9. Preencha **os níveis** de escolaridade que possui (especificar o curso):
a) () não possui nível superior
b) () Graduação: _____
c) () Especialização: _____
d) () Mestrado: _____
e) () Doutorado: _____
f) () Outros: _____

II - QUESTÕES

ORIENTAÇÕES: O ENTREVISTADO deverá decidir se concorda ou discorda da afirmação marcando com um X a coluna mais apropriada. Para efeito da análise dos dados, é fundamental que o entrevistado responda a todas as questões.

1. A administração da empresa esta comprometida com a criação de valor através da À empresa possui um Conselho de Administração? Há quanto tempo ele existe?
2. Qual o objetivo e missão do Conselho de Administração? Comente?
3. Qual o tempo de mandato dos Conselheiros? É permitida a reeleição dos membros do Conselho de Administração? Por quantas vezes um conselheiro poderá se re-eleger?
4. Qual o número de conselheiros: internos (indivíduos que trabalham na empresa); externos (conselheiros que não trabalham na empresa); e independentes? Como são selecionados os conselheiros?
5. Há uma distinção entre os papéis e os indivíduos que exercem os cargos de presidente do Conselho de Administração e o de Executivo Principal da empresa? Existe alguma interdependência entre eles? Comente.
6. Existem avaliações quanto ao desempenho do Conselho de Administração? Em caso afirmativo, com que periodicidade é realizada as avaliações referentes ao desempenho do Conselho de Administração da empresa e dos conselheiros individualmente?
7. Qual o papel do Conselho de Administração na seleção de novos investimentos e como ele interage na negociação junto aos fornecedores (Bancos de Financiamentos, Parceiros de Investimento e Recursos Próprios) para levantar os recursos financeiros necessários aos menores custos possíveis? Comente.
8. Qual a periodicidade das reuniões do Conselho de Administração?

Mensal	Bimestral	Trimestral	Outra.
--------	-----------	------------	--------

Especificar: _____
9. No caso de existir auditoria independente, ela se reporta ao Conselho de Administração?
10. Existem membros da diretoria executiva no conselho de administração? Favor informar apenas se houver outros diretores além do presidente executivo.
11. Quantos dos conselheiros de administração não são familiares (ou ligados à família)?
12. A empresa possui conselho de família instalado?

III – OBSERVAÇÕES (OPCIONAL)

Apêndice B – Roteiro de Entrevistas sobre Gestão Profissional

PESQUISADOR: Adriano da Silva Guimarães – Mestrando em Administração de Empresas.

ORIENTAÇÕES:

- O Objetivo deste Roteiro de Entrevista é obter informações com a finalidade de estudar a influência das práticas de Governança Corporativa sobre o custo de capital de empresas de capital fechado;
- Serão entrevistados todos os gerentes financeiros e de produção e os membros da diretoria executiva da empresa BIPACEL;
- Nas questões fechadas assinalar a alternativa correspondente a sua resposta;
- As respostas fornecidas serão inseridas em banco de dados com acesso restrito ao pesquisador do projeto, assegurando o sigilo da fonte de informação;
- O seu nome não será divulgado em hipótese alguma, sendo mantido em sigilo;
- Em caso de dúvidas, consultar o pesquisador responsável pelo fone 092 9145-2551;
- O instrumento de coleta é composto de três partes: Identificação, Entrevista e Observações.

I - IDENTIFICAÇÃO

1. Data da Entrevista: ____/____/____
2. Nome (opcional): _____
3. Cargo: _____
Função: _____
4. Local de trabalho: _____
5. Tempo de função gerencial (em anos): _____
6. Tempo de função na BIPACEL (em anos): _____
7. Idade:
a) () 20 – 30 b) () 31 – 40 c) () 41 – 50 d) () 51 – 60 e) () Acima de 60
8. Sexo:
a) () Masculino b) () Feminino
9. Preencha **os níveis** de escolaridade que possui (especificar o curso):
a) () não possuo nível superior
b) () Graduação: _____
c) () Especialização: _____
d) () Mestrado: _____
e) () Doutorado: _____
f) () Outros: _____

II - QUESTÕES

ORIENTAÇÕES: O ENTREVISTADO deverá decidir se concorda ou discorda da afirmação marcando com um X a coluna mais apropriada. Para efeito da análise dos dados, é fundamental que o entrevistado responda a todas as questões.

1. A administração da empresa esta comprometida com a criação de valor através da execução das ações estratégicas definidas pelo Conselho de Administração? Comente.
2. A administração da empresa esta empenhada em desenvolver e implantar controles internos para melhorar a eficiência nos processos e minimizar riscos? Comente.
3. O CEO e os Diretores da empresa utilizam os relatórios periódicos elaborados para avaliar o desempenho corporativo e identificar os pontos a serem melhorados? Comente. De que forma esse procedimento pode ou poderia influência a composição do custo de capital obtido junto aos fornecedores?
4. Com a adoção das práticas de Governança houve melhora na situação financeira e operacional da empresa? Comente.
5. O executivo principal da empresa é parte integrante do Conselho de Administração da empresa? Existem outros diretores que compõem o Conselho?
6. Como se dá a seleção do Executivo principal da empresa? E os demais diretores, como são selecionados?
7. A remuneração do Executivo principal da empresa está vinculada aos resultados da empresa? Comente.
8. A administração profissional dá ao conselho de Administração livre acesso a informações e arquivos da companhia?
9. Existe plano de sucessão para a atual geração de executivos?
Para o presidente executivo
Para os demais diretores

III – OBSERVAÇÕES (OPCIONAL)

Apêndice C – Roteiro de Entrevistas sobre o Comitê Especializado e Auditoria Independente

PESQUISADOR: Adriano da Silva Guimarães – Mestrando em Administração de Empresas.

ORIENTAÇÕES:

- O Objetivo deste Roteiro de Entrevista é obter informações com a finalidade de estudar a influência das práticas de Governança Corporativa sobre o custo de capital de empresas de capital fechado;
- Serão entrevistados todos os gerentes financeiros e de produção e os membros da diretoria executiva da empresa BIPACEL;
- Nas questões fechadas assinalar a alternativa correspondente a sua resposta;
- As respostas fornecidas serão inseridas em banco de dados com acesso restrito ao pesquisador do projeto, assegurando o sigilo da fonte de informação;
- O seu nome não será divulgado em hipótese alguma, sendo mantido em sigilo;
- Em caso de dúvidas, consultar o pesquisador responsável pelo fone 092 9145-2551;
- O instrumento de coleta é composto de três partes: Identificação, Entrevista e Observações.

I - IDENTIFICAÇÃO

1. Data da Entrevista: ____/____/____
2. Nome (opcional): _____
3. Cargo: _____
Função: _____
4. Local de trabalho: _____
5. Tempo de função gerencial (em anos): _____
6. Tempo de função na BIPACEL (em anos): _____
7. Idade:
 - a) () 20 – 30
 - b) () 31 – 40
 - c) () 41 – 50
 - d) () 51 – 60
 - e) () Acima de 60
8. Sexo:
 - a) () Masculino
 - b) () Feminino
9. Preencha **os níveis** de escolaridade que possui (especificar o curso):
 - a) () não possui nível superior
 - b) () Graduação: _____
 - c) () Especialização: _____
 - d) () Mestrado: _____
 - e) () Doutorado: _____
 - f) () Outros: _____

Apêndice D – Roteiro de Entrevistas sobre Transparência

PESQUISADOR: Adriano da Silva Guimarães – Mestrando em Administração de Empresas.

ORIENTAÇÕES:

- O Objetivo deste Roteiro de Entrevista é obter informações com a finalidade de estudar a influência das práticas de Governança Corporativa sobre o custo de capital de empresas de capital fechado;
- Serão entrevistados todos os gerentes financeiros e de produção e os membros da diretoria executiva da empresa BIPACEL;
- Nas questões fechadas assinalar a alternativa correspondente a sua resposta;
- As respostas fornecidas serão inseridas em banco de dados com acesso restrito ao pesquisador do projeto, assegurando o sigilo da fonte de informação;
- O seu nome não será divulgado em hipótese alguma, sendo mantido em sigilo;
- Em caso de dúvidas, consultar o pesquisador responsável pelo fone 092 9145-2551;
- O instrumento de coleta é composto de três partes: Identificação, Entrevista e Observações.

I - IDENTIFICAÇÃO

1. Data da Entrevista: ____/____/____
2. Nome (opcional): _____
3. Cargo: _____
Função: _____
4. Local de trabalho: _____
5. Tempo de função gerencial (em anos): _____
6. Tempo de função na BIPACEL (em anos): _____
7. Idade:
a) () 20 – 30 b) () 31 – 40 c) () 41 – 50 d) () 51 – 60 e) () Acima de 60
8. Sexo:
a) () Masculino b) () Feminino
9. Preencha **os níveis** de escolaridade que possui (especificar o curso):
a) () não possui nível superior
b) () Graduação: _____
c) () Especialização: _____
d) () Mestrado: _____
e) () Doutorado: _____
f) () Outros: _____

II - QUESTÕES

ORIENTAÇÕES: O ENTREVISTADO deverá decidir se concorda ou discorda da afirmação marcando com um X a coluna mais apropriada. Para efeito da análise dos dados, é fundamental que o entrevistado responda a todas as questões.

1. Com a adoção das praticas de Governança Corporativa, a empresa elabora e divulga relatórios financeiros? Quais? Com que frequência ela publica e distribui?
2. Todos os relatórios financeiros divulgados são por causa de exigência legal? Existem relatórios produzidos e divulgados que não são exigidos legalmente? Quais?
3. Os relatórios financeiros e contábeis produzidos obedecem aos padrões da US GAAP ou da IASB?
4. A empresa elabora e divulga relatórios que fazem menção as praticas de Governança Corporativa Adotadas? Comente?
5. Existe um comitê de auditoria independente para verificar se os relatórios e as demonstrações financeiras refletem adequadamente a realidade da sociedade?
6. Os relatórios financeiros abrangem apenas informações econômico-financeiras ou contemplam também os demais fatores, tais como Ações Estratégicas, Qualidade das praticas de Governança Adotadas e/ou ações que possam capazes nortear e conduzir à empresa a criação de valor?
7. A empresa adota uma postura aberta em relação à divulgação de suas informações financeiras, divulgando-as, por exemplo, na *Internet*?
8. As demonstrações financeiras da empresa são auditadas por auditoria independente? Eles são publicados?
9. Os relatórios financeiros são preparados nas datas legalmente requeridas?
10. A companhia divulga relatório anual?
11. A empresa conta com uma pessoa responsável (porta-voz) para cuidar da relação da sociedade com o mercado? Comente?
12. A companhia possui sistemas contábeis e de controles internos? Quais?
13. Recebeu parecer da auditoria independente sem ressalvas nos últimos anos?
14. No *website* da empresa(se existir) na *Internet* aparecem dados sobre a história da empresa, composição societária, princípios e valores, e governança corporativa? Especificar: _____
15. No caso de existir Acordo Societário, esse documento está disponível para todos os sócios?

Apêndice E – Roteiro de Entrevistas sobre Governança Corporativa

PESQUISADOR: Adriano da Silva Guimarães – Mestrando em Administração de Empresas.

ORIENTAÇÕES:

- O Objetivo deste Roteiro de Entrevista é obter informações com a finalidade de estudar a influência das práticas de Governança Corporativa sobre o custo de capital de empresas de capital fechado;
- Serão entrevistados todos os gerentes financeiros e de produção e os membros da diretoria executiva da empresa BIPACEL;
- Nas questões fechadas assinalar a alternativa correspondente a sua resposta;
- As respostas fornecidas serão inseridas em banco de dados com acesso restrito ao pesquisador do projeto, assegurando o sigilo da fonte de informação;
- O seu nome não será divulgado em hipótese alguma, sendo mantido em sigilo;
- Em caso de dúvidas, consultar o pesquisador responsável pelo fone 092 9145-2551;
- O instrumento de coleta é composto de três partes: Identificação, Entrevista e Observações.

I - IDENTIFICAÇÃO

1. Data da Entrevista: ____/____/____
2. Nome (opcional): _____
3. Cargo: _____
Função: _____
4. Local de trabalho: _____
5. Tempo de função gerencial (em anos): _____
6. Tempo de função na BIPACEL (em anos): _____
7. Idade:
a) () 20 – 30 b) () 31 – 40 c) () 41 – 50 d) () 51 – 60 e) () Acima de 60
8. Sexo:
a) () Masculino b) () Feminino
9. Preencha **os níveis** de escolaridade que possui (especificar o curso):
a) () não possuo nível superior
b) () Graduação: _____
c) () Especialização: _____
d) () Mestrado: _____
e) () Doutorado: _____
f) () Outros: _____

II - QUESTÕES

ORIENTAÇÕES: O ENTREVISTADO deverá decidir se concorda ou discorda da afirmação marcando com um X a coluna mais apropriada. Para efeito da análise dos dados, é fundamental que o entrevistado responda a todas as questões.

1. Quais práticas de Governança Corporativa que a empresa adotou e de que modo elas afetaram o valor da empresa? Comente. (Conselho de Administração; Disclosure; Auditoria Independente; Administração Profissional)
2. As praticas de Governança Corporativa influem na composição do custo de capital da empresa? A firma passou a captar recursos a um custo mais baixo ou não houve alteração no custo do capital mesmo após a adoção das praticas de Governança? Comente
3. Quais os motivos que levaram a empresa a adotar práticas de Governança Corporativa, uma vez que tais práticas são adotadas, na sua maioria por empresas de capital aberto? Quais os benefícios percebidos após a adoção? Comente.
4. Ao adotar praticas de governança corporativa, a firma conseguiu eliminar ou minimizar o risco sistemático? Comente.
5. Como os principais fornecedores de recursos passaram a se relacionar com a firma após a adoção das práticas de governança Corporativa? Comente.
6. Quais as principais fontes de capital que a empresa recorre para captação de recursos? Após a adoção de práticas de Governança Corporativa houve maior facilidade para obtenção de recursos junto a esses fornecedores? Surgiram outros fornecedores, quais? Comente.
7. De que maneira a firma identifica o custo do capital. Existe alguma metodologia utilizada na empresa? Qual? Comente.

III – OBSERVAÇÕES (OPCIONAL)
