

A Adoção das IFRS no Brasil e o Fortalecimento das Boas Práticas de Governança Corporativa

Resumo

O presente trabalho se propõe a responder a uma questão relevante para o ambiente corporativo da atualidade: a harmonização das normas contábeis, caracterizada pela adoção das IFRS, constitui ou não elemento determinante para o estabelecimento das boas práticas de Governança Corporativa nas companhias abertas? Na busca dos elementos de convicção que permitiram apontar as profundas relações entre o êxito da boa governança e a harmonização de normas contábeis, objetivo principal deste trabalho, foram também contemplados alguns propósitos secundários, tais como: o destaque da importância da contabilidade para a eficiência dos mercados financeiros; a caracterização dos requisitos desejáveis da informação contábil; a apresentação das instituições responsáveis pelas normas internacionais de contabilidade; a descrição do processo de integração da normatização contábil internacional; a caracterização da Governança Corporativa; a apresentação dos fundamentos da boa governança; o destaque da importância da Governança Corporativa para a formação do Novo Mercado no Brasil; e o registro do papel da harmonização contábil no processo da boa governança. O trabalho em tela abordará, do ponto de vista temporal, fatos e fenômenos de natureza institucional no âmbito da contabilidade e finanças que ocorreram nos últimos 20 anos, aproximadamente. Sob a ótica doutrinária, o trabalho se limitou à consulta de bibliografias nacionais redigidas em língua portuguesa. O trabalho se propõe a contribuir para enriquecer o debate acerca da harmonização e integração dos procedimentos contábeis, em virtude do inexorável processo de integração e formação de blocos econômicos que se manifesta em todo o mundo, em diferentes estágios e velocidades. As conclusões mais significativas obtidas foram as evidências de forte conexão entre as boas práticas de Governança Corporativa e os procedimentos de normalização contábil num processo de integração e convergência, de forma a permitir e viabilizar o *accountability*, o *compliance* e o *disclosure* que a boa governança exige para dar maior eficiência aos mercados financeiros.

Palavras-chave: IFRS, Governança Corporativa, Harmonização Contábil.

Carlos José Guimarães Cova

Rio de Janeiro - RJ
Professor Associado 1 da UFF¹
Coordenador do MBA em Finanças e Mercado de Capitais da UFF¹
Doutor em Engenharia de Produção pela COPPE/UFRJ²
cjcova@terra.com.br

Abstract

This study aims to answer a question relevant to today's corporate environment: the harmonization of accounting standards, characterized by the adoption of IFRS, are in it or not elements towards the establishment of good corporate governance practices of companies in the open? In search of the elements of conviction that helped sharpen the profound relations between the success of good governance and convergence of accounting standards, main objective of this work were also included some secondary purposes, such as: the emphasis of the importance of accounting for the efficiency of markets financial; characterization of the desirable requirements of accounting information, the presentation of the institutions responsible for international accounting standards; description of the process of integration of international accounting standardization; characterization of the Corporate Governance and the presentation of the foundations of good governance, the highlight of importance of Corporate Governance for the formation of the New Market in Brazil, and the record of the role of accounting in the process of good governance. The work will address a screen, from a time, facts and phenomena of an institutional nature in the area of accounting and finance that have occurred over the past 20 years or so. Under the doctrinal perspective, the work was limited to consultation of national bibliographies written English. The study aims to help launch lights and enrich the discussion about the integration of accounting procedures, as a result of the inexorable process of integration and formation of economic blocs which manifests itself in the world, in different stages and speeds. The findings revealed the most significant evidence of strong connection between good Corporate Governance practices and procedures for accounting standards in the process of integration and convergence, so as to allow and

¹ UFF - Universidade Federal Fluminense - CEP: 24.210-000 - Niterói - RJ.

² COPPE/UFRJ - Coordenação dos Programas de Pós-Graduação da Universidade Federal do Rio de Janeiro - CEP: 21.941-590 - Rio de Janeiro - RJ.

facilitate the accountability, compliance and disclosure that good governance requires to give greater efficiency to the financial markets.

Key words: IFRS, Corporate Governance, Accounting Harmonization.

Apresentação e Problematização

O atual estágio da história da humanidade apresenta-se com uma dinâmica jamais imaginada pelo mais criativo dos visionários. O ritmo das mudanças tecnológicas impõe novas e impactantes transformações de caráter econômico, político e social. A escala dessas mudanças faz aflorar a suposição de que está havendo uma transição comparável à passagem da era nômade-pastoril para a era agrícola, quando então o homem se fixou nos primeiros núcleos urbanos da Mesopotâmia, há quatro ou cinco milênios. O conceito que tenta abrigar este conjunto de mudanças é subsumido pelo termo Globalização, que compreende múltiplas dimensões e sentidos, de tal forma que, às vezes, é pouco esclarecedora a referência a esta definição genérica, na tentativa de caracterizar este amplo movimento.

O advento da tecnologia da informação e comunicação — TIC — também veio contribuir para esta plêiade de mudanças, tornando os fluxos informacionais muito mais rápidos e capilarizados, e ampliando de forma inimaginável a oferta de informações acerca de todos os campos do conhecimento e para múltiplos atores.

Nesse sentido, a contabilidade enquanto instrumento de registro e avaliação de todos os atos e fatos de gestão, que impliquem mudanças na situação econômica das organizações, assumiu um papel preponderante no novo ambiente de mercado globalizado. Entrementes, alguns fatos vieram a evidenciar a importância do papel da contabilidade para a manutenção da eficiência dos mercados e da confiabilidade entre os atores que nele operam.

O primeiro deles consistiu no surgimento de instrumentos financeiros inovadores, tais como os instrumentos derivativos, que a partir da década dos anos 70 foram se tornando cada vez mais presentes e sofisticados. Os derivativos compreendem os mercados a termo, os mercados de futuros, os mercados de opções e os *swaps*, e servem tanto para realizar operações que tenham por fim a redução do risco, ou prática de *hedge*, como também se prestam para a realização de operações destinadas a aumentar o grau de risco, também conhecidas por procedimentos de alavancagem. Como estes instrumentos têm o seu preço mudando a cada instante, em razão de serem referenciados ao preço de outros ativos (e por isso a designação de instrumento derivativo), eles se constituem em ativos ou passivos contingentes, e a elaboração de um simples balanço anual não consegue explicar corretamente a situação financeira de uma empresa que os possua.

O segundo fato relevante foi a série de fraudes e ilícitos corporativos que ocorreram nos EUA, no fim dos anos 90. No cerne da questão estava o tratamento contábil dado às opções de compra de ações, as *stock options*, que eram dadas como parte da remuneração dos CEOs das empresas norte-americanas. Já em 1993, o *Financial Accounting Standard Board* (FASB), que é um órgão independente responsável pela formulação de normas contábeis, propunha uma

regra destinada a fazer com que as empresas arrolassem as *stock options* como despesas. Contudo, o Congresso dos EUA aprovou uma resolução que obrigou o FASB a recuar nessa proposta, alegando que tal medida acarretaria graves conseqüências para o empresariado e para a livre iniciativa. Não custa lembrar que as empresas, que eram contrárias às medidas propostas pelo FASB, foram as principais financiadoras das campanhas políticas dos congressistas.

Com o emprego indiscriminado das *stock options* como forma de remuneração dos executivos, o sistema tinha um incentivo para aumentar o preço das ações no curto prazo, e não para aumentar o valor do patrimônio no longo prazo. A fragilidade dos demonstrativos contábeis permitiu a ocorrência de falsas transações, tais como o registro de receitas que não existiram efetivamente e a supressão de despesas incorridas, o que vinha a inflar de forma enganosa os lucros, o que, por sua vez, influenciava favoravelmente as expectativas dos investidores no mercado de capitais, provocando uma elevação no preço das ações. A contabilidade enganosa e os menores impostos sobre os ganhos de capital alimentaram uma bolha especulativa, da qual se beneficiaram fartamente muitos dos CEOs e gestores de fundos de investimentos, até que o colapso da situação irreal, materializado por meio de uma série de escândalos, transferisse o ônus para os pequenos acionistas e para a sociedade em geral.

Os escândalos divulgados no início da década dos anos 2000, que envolveram organizações de grande importância nos ramos em que atuam, acabaram provocando uma mudança de postura na cultura das organizações. A busca da moralidade no ambiente das organizações passou a colocar a ética empresarial em voga. Alguns valores que anteriormente não eram objeto de uma atenção especial por parte dos empresários passaram a ser primordiais para a sobrevivência das organizações.

Adquire cada vez mais força o entendimento de que os preceitos éticos devem nortear a conduta dos gestores nas empresas. Nesse sentido, a busca da boa Governança Corporativa constitui a evidência mais contundente da manifestação da ética no ambiente de negócios. Para a materialização dessa governança, o papel do profissional de contabilidade, bem como as normas que regulam os procedimentos contábeis e o exercício da profissão, é fator determinante.

Conforme lembra Pereira¹ (2003), a Governança Corporativa tornou-se uma condição indispensável para a estabilidade do ambiente econômico, na medida em que, de acordo com o IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa), ela se traduz no sistema que assegura aos sócios-proprietários o governo estratégico da empresa e a efetiva monitoração da diretoria executiva. A relação que se estabelece entre a propriedade da empresa e sua gestão se efetiva por meio do Conselho de Administração, da auditoria independente e do Conselho Fiscal, que são os instrumentos fundamentais para o exercício do controle.

A boa governança assegura aos sócios a equidade no trato de seus interesses, a transparência dos atos de gestão, acrescidas da prestação de contas e da responsabilização pelos resultados, que o estrangeirismo *accountability* subsu-

¹ *Op. cit.* p. 27.

Carlos José Guimarães Cova

me num só termo. Além disso, deve se pautar pela busca da conformidade e pela estrita obediência às leis do país, ações que caracterizam o termo *compliance*, também acolhido pela nossa doutrina contábil-financeira.

Não obstante, o principal pilar da Governança Corporativa é representado pela eficiência e eficácia com que os sistemas de informações contábeis são capazes de transmitir os elementos formadores de convicção para a tomada de decisão nos diferentes níveis das organizações, bem como para dar a necessária transparência dos atos de gestão aos diversos agentes dos mercados financeiros, permitindo assim que o mercado forme os preços e promova a mais eficiente alocação dos recursos.

Por sua vez, a normatização contábil e a harmonização das diversas normas num sistema que seja assimilável pela contabilidade em diversos países do mundo constituir-se-iam numa forma de assegurar uma leitura convergente dos procedimentos de gestão refletidos nos atos e fatos que produzem alterações no patrimônio das companhias abertas, reduzindo a possibilidade de distorções, erros, assimetrias de informações e fraudes.

Nesse sentido, a Comissão de Valores Mobiliários brasileira (CVM), em 13 de julho de 2007, formalizou a exigência de que, a partir de 2010, as companhias abertas brasileiras deverão preparar suas demonstrações financeiras em conformidade com os Princípios Internacionais de Relatórios Financeiros (*International Financial Reporting Standards*, IFRS), adotados pelo Conselho dos Princípios de Contabilidade Internacional (*International Accounting Standards Board*). Tal imposição provavelmente vai se refletir no comportamento dos gestores e nas práticas de governança das empresas de capital aberto.

Dessa forma, o problema que se apresenta à investigação nesta monografia é: a normatização contábil e sua harmonização constituem-se em elementos determinante para o estabelecimento das boas práticas de Governança Corporativa nas companhias abertas?

A suposição que orienta a elaboração desta monografia é traduzida pela idéia de que a normatização contábil e sua harmonização constituem, de fato, elementos fundamentais para o estabelecimento das boas práticas de Governança Corporativa no âmbito das organizações empresariais que possuem ações nos mercados de capitais.

A Integração Financeira Internacional como Processo Inexorável e a Necessidade de Adequação às Normas Internacionais

Conforme nos ensina Schrickel² (1997), um sistema de informações contábeis é bastante influenciado pelas condições macroeconômicas do país onde elas são geradas. Na medida em que estes países estão em diferentes estágios de desenvolvimento, também são diferentes as exigências de contabilização. Tais disparidades não foram muito sentidas até que a globalização disseminou a presença de empresas estrangeiras nos diversos países do mundo. Para melhor enfrentar a concorrência e manter a competitividade, as empresas transnacionais passaram a ter de elaborar um novo conjunto de demonstrações contábeis, baseadas em princípios

contábeis mundialmente aceitos.

Para viabilizar tal exigência, foi criado em 1973 o Comitê Internacional de Procedimentos Contábeis (*IASC - International Accounting Standards Committee*), que então passou a desenvolver procedimentos que fossem aceitos internacionalmente. A evolução conceitual e as novas tecnologias determinaram que o *IASC* fosse sucedido pelo *International Accounting Standards Board (IASB)*, ou Junta de Normas Internacionais de Contabilidade, que passou a ter os seguintes objetivos, segundo Perez Júnior³ (2005): desenvolver um conjunto único de normas contábeis, compreensível, transparente e de qualidade; promover o uso e a aplicação rigorosa das normas internacionais de contabilidade; provocar convergências de normas nacionais e internacionais. O *IASB* é um grêmio executivo formado por 14 membros de diversos países, o que lhe confere uma perspectiva de integração e convergência, sendo portanto um sistema bastante democrático de deliberação nestas questões de elevada complexidade técnica e conceitual.

Com o avanço da integração financeira internacional ocorreu uma busca da uniformização da linguagem contábil, de tal maneira que foram constituídas normas aplicáveis em quase todas as economias desenvolvidas. De um modo geral, os dois métodos contábeis aplicados pelas maiores empresas do mundo são o *IFRS/IAS*, ou *International Financial Reporting Standards*, e o *USGAAP*, ou *Generally Accepted Accounting Principles in the United States*.

Ainda hoje o padrão de normalização mais empregado é o *USGAAP*, em razão da forte presença de empresas norte-americanas nos mercados internacionais, haja vista que aproximadamente 40% das 100 maiores empresas transnacionais estão localizadas nos Estados Unidos. Além disso, o *USGAAP* também se beneficia da forte predominância do sistema fiscal norte-americano no resto do mundo.

Não obstante, a despeito da forte presença das companhias dos EUA nos mercados globais, há uma sinalização no sentido de que o *USGAAP* possa vir a sofrer algumas alterações. Isto ocorre porque as principais economias do mundo, tais como a União Européia, o Japão, a Coreia do Sul, e até a China mais recentemente, passaram a aplicar as normas do *IFRS/IAS* para as suas empresas de capital aberto.

O padrão de normalização abrigado pelo *IFRS/IAS* teve origem na Europa, e o processo de desenvolvimento de suas normas é resultado de uma ampla convergência de interesses dos diversos países num arranjo multilateral.

Entretanto, a decisão final acerca de conteúdos de novas normas de *IFRS/IAS*, bem como de eventuais modificações substantivas em normas que já estão em vigor, passa pela instância colegiada do *IASB*.

Especificamente com relação ao padrão *USGAAP*, a *Securities Exchange Commission (SEC)*, órgão equivalente à Comissão de Valores Mobiliários (CVM) brasileira, e o *Financial Accounting Standards Board (FASB)*, que é a Junta de Padrões de Contabilidade Financeira dos EUA, são as instituições que possuem autoridade para estabelecer normas contábeis para as companhias abertas naquele país. Não obstante, uma vez

² *Op. cit.* p.101

³ *Op. cit.* p. 43

que tanto a SEC quanto a FASB são instituições norte-americanas, é preciso compreender que suas ponderações e decisões deverão via de regra pautar os interesses das empresas norte-americanas, o que lhes retira o caráter de imparcialidade que seria esperado de uma agência de regulação internacional.

O fato é que, atualmente, muitas empresas norte-americanas possuem atividades fora do território dos EUA, e, da mesma forma, uma grande quantidade de empresas não americanas utiliza o mercado financeiro daquele país (como é o caso do Brasil, que tem várias empresas operando no mercado norte-americano por intermédio dos *American Depositary Receipts - ADR's*, que são títulos admitidos para a negociação nas bolsas de valores norte-americanas), o que ressalta a importância de buscar um padrão de normalização contábil mais abrangente.

Por sua vez, a FASB e a IASB anunciaram, em outubro de 2002, a emissão de um memorando de entendimento, visando formalizar um compromisso de convergência das normas americanas e dos padrões internacionais de contabilidade.

O principal objetivo desse arranjo consiste em permitir que as bolsas de valores internacionais passem a aceitar as demonstrações financeiras das empresas tanto sob o padrão USGAAP quanto de acordo com o IFRS/IAS, ou seja, de um lado, uma empresa que deseja listar suas ações no mercado de capitais dos EUA poderá apresentar à SEC suas demonstrações financeiras de acordo com as normas do IFRS/IAS, e, da mesma forma, uma empresa norte-americana que pretenda operar na bolsa londrina pode apresentar suas demonstrações financeiras conforme o padrão USGAAP.

É importante ressaltar que, em razão de suas qualidades operacionais, o USGAAP, ou *United States Generally Accepted Accounting Principles*, passou a ser uma referência para a padronização contábil internacional e, provavelmente, influenciou bastante os procedimentos de convergência para uma norma comum. Costa ⁴ (2004) assinala que, a despeito das dificuldades que poderiam ser previsíveis nesse processo de integração, não apenas nos aspectos meramente técnicos, haja vista que a contabilidade não é uma ciência exata, mas também no plano político (curiosamente, apesar de o IASB estar sediado em Londres, os europeus continentais se queixam da predominância do pensamento anglo-saxão no seu escopo), o IASB tem assumido um papel relevante no contexto internacional, marcando sua atuação por meio de posições firmes que nem sempre agradam aos interesses constituídos, como, por exemplo, nos casos da contabilização do exercício de opções de ações como despesa das companhias emitentes, ou mesmo da avaliação dos derivativos, ou ainda com relação aos conceitos de valor justo (*fair value*) e de marcação a mercado.

Em 2005 cerca de 92 países já adotavam as normas da IASB, entre eles, todos os 25 países da União Européia. Seguindo a tendência internacional, a Bovespa passou a exigir as demonstrações contábeis em USGAAP para as empresas listadas no Novo Mercado e no Nível 2 de Governança Corporativa.

Destaca-se que as normas contábeis brasileiras já são hoje muito influenciadas pelas normas internacionais. Ademais, uma orientação normativa pautada nas normas inter-

nacionais, assimilando sua essência, pode trazer muitos benefícios para as empresas brasileiras, e, conseqüentemente, para a economia do país.

As vantagens dessa medida decorrem do fato de que, além de proporcionar uma maior credibilidade para as companhias nacionais, o alinhamento com os padrões contábeis internacionais ampliará a compreensão e o nível de informação acerca das demonstrações financeiras dessas empresas, em todos os mercados financeiros. Tal circunstância ampliará o leque de possibilidades de captação de recursos, fato que reduziria o custo de capital e por sua vez proporcionaria maior liquidez e valorização das ações.

Stirnberg ⁵ registrou que a Comissão de Valores Mobiliários brasileira (CVM), em 13 de julho de 2007, formalizou a exigência de que, a partir de 2010, as companhias abertas brasileiras deverão elaborar as suas demonstrações financeiras em conformidade com os Princípios Internacionais de Relatórios Financeiros (*International Financial Reporting Standards, IFRS*), adotados pelo Conselho dos Princípios de Contabilidade Internacional (*International Accounting Standards Board, IASB*). Em novembro de 2007, a Comissão de Valores Mobiliários norte-americana (*Securities and Exchange Commission, SEC*) aprovou a adoção do IFRS como um padrão de contabilidade aceito nos Estados Unidos da América, fato que permitiu às companhias estrangeiras registradas na SEC utilizar o IFRS em vez dos princípios contábeis geralmente aceitos nos Estados Unidos, o US GAAP (ou reconciliação com este na elaboração de suas demonstrações financeiras).

Hoje em dia, a grande maioria das companhias brasileiras tem se limitado a emitir valores mobiliários para investidores institucionais, por meio de colocações privadas (pelas regras 144A e *Regulation S da SEC*), nos mercados de capitais dos Estados Unidos e da União Européia, em vez de lançá-los publicamente e ao varejo nesses mercados. Em alguns casos, os valores mobiliários emitidos por empresas brasileiras no exterior são admitidos para negociação no EuroMTF, mercado não regulamentado da Bolsa de Luxemburgo, que evidencia uma relativa baixa liquidez e reduzido volume de transações. As principais razões que impedem o acesso aos mercados de capitais públicos dos Estados Unidos e da União Européia são:

- (i) o ônus na preparação pelas companhias brasileiras de suas demonstrações financeiras de acordo com o US GAAP/IFRS, adicionalmente aos princípios de contabilidade geralmente aceitos no Brasil (*Brazilian GAAP*);
- (ii) As práticas mais rigorosas de governança corporativa, como aquelas previstas na Lei Sarbanes-Oxley;
- (iii) Uma crescente exposição à imputação de responsabilidades sobre a companhia e sua alta administração.

Além disso, desde o dia 1º de julho de 2005, a União Européia requer, por meio da regra *Prospectus Directive (Directive 2003/71/EC)*, que as emissões de valores mobiliários por companhias não-européias sejam aprovadas para emissão pública ou para negociação em mercado regulado no âmbito da sua regulação somente se:

- (i) Os documentos da emissão forem elaborados de acor-

⁴ Op. cit. p. 2

⁵ O IFRS no Brasil: convergência para o padrão internacional traz novas oportunidades de captação no exterior. Por Tobias Stirnberg - Dezembro 2007 - Revista Capital Aberto.

Carlos José Guimarães Cova

do com os princípios internacionais estabelecidos pela Organização Internacional das Comissões de Valores Mobiliários (*International Organization of Securities Commissions, IOSCO*), incluindo o *IFRS*; e

(ii) Os requisitos de divulgação de informações, incluindo informações de natureza financeira, forem equivalentes aos estabelecidos no *Prospectus Directive*.

Atualmente, a União Européia está em processo de determinação de quais padrões contábeis serão considerados equivalentes. Segundo as recomendações atuais do Comitê de Reguladores Europeus de Valores Mobiliários (*The Committee of European Securities Regulators, CESR*), o *US GAAP*, o *Canadian GAAP* e o *Japanese GAAP* são considerados como equivalentes aos princípios aplicáveis à União Européia. Se o padrão contábil de determinado país não for compatível com o adotado pelo *Prospectus Directive*, as informações financeiras deverão ser reemitidas segundo o *IFRS*, conforme adotado pelo *IASB*. O *Brazilian GAAP* não é considerado equivalente ao modelo adotado segundo o *Prospectus Directive*, o que impõe um ônus às companhias brasileiras interessadas em acessar os mercados de capitais públicos da União Européia. A introdução e a adoção do *IFRS* no Brasil eliminarão esse ônus e poderão garantir acesso aos mercados mais líquidos da União Européia, como os das bolsas de Londres (LSE) e de Frankfurt (FSE), cujas regras de registro geralmente requerem o uso do *IFRS*. Os recentes eventos ocorridos no Brasil, nos Estados Unidos e na União Européia relacionados à utilização do *IFRS* poderão gerar benefícios significativos e oportunidades para as companhias brasileiras. Esses benefícios incluirão maior liquidez e, conseqüentemente, menor custo de capital, em virtude da combinação de uma base mais ampla de investidores com uma maior cobertura de analistas e maior variedade de opções de financiamento.

A exigência de utilização do *IFRS* no Brasil pode retirar o obstáculo referente à questão do padrão contábil adotado e, portanto, garantir às companhias brasileiras um acesso mais fácil aos amplos mercados de capitais públicos dos Estados Unidos e da União Européia. Trata-se de uma boa oportunidade, sobretudo para as companhias que já estão adaptadas às mais rigorosas práticas de governança corporativa aplicáveis naqueles mercados. Stirnberg afirma que a administração de várias companhias brasileiras acredita que a adoção das regras de Governança Corporativa previstas na *Sarbanes-Oxley* é uma mensagem positiva aos investidores de que a administração da empresa tem aprimorado substancialmente seus controles internos e de revisão do comitê de auditoria (ou fiscal, conforme o caso).

Nesse sentido, a Instrução CVM 457/07 estabelece que, a partir de 2010, as companhias abertas brasileiras deverão elaborar suas demonstrações financeiras de acordo com o *IFRS*. A mesma instrução já faculta às companhias abertas a adoção voluntária do uso desse padrão contábil. A Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) admite atualmente o *IFRS* na elaboração de balanços de companhias cujos va-

lores mobiliários estejam listados no Novo Mercado.

Ademais, para que a contabilidade no Brasil evidencie uma aderência efetiva às normas internacionais de contabilidade, faz-se necessário o ajuste no arcabouço legal. A necessidade de acompanhamento do processo de harmonização contábil no Brasil provocou a constituição de um Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC), que é composto por representantes das seguintes instituições: Abrasca; Bovespa; CFC; Fipecafi; CVM; Bacen; SRF; Ibracon; e Susep. Este comitê já está produzindo pronunciamentos a serem aprovados por estes órgãos reguladores, e, provavelmente, tenderá a ser a única fonte de emissão de documentos contábeis no Brasil, alinhados com o propósito de harmonização com as Normas Internacionais de Contabilidade emitidas pelo *IASB*.

Não obstante, o excesso de órgãos normativos poderá também provocar algumas dissonâncias quanto à eficiência dos procedimentos. Como exemplo, o Bacen já determinou que a partir de 2010 as Instituições Financeiras deverão divulgar os seus balanços consolidados de acordo com as regras do *IASB*. Na mesma linha está a CVM, que promove audiência pública com vistas à elaboração de uma minuta de instrução normativa com o mesmo teor.

É importante observar que as instituições ligadas ao Comitê de Pronunciamentos Contábeis, bem como o governo brasileiro, trabalham no sentido de que a contabilidade no Brasil fique completamente harmonizada com as regras internacionais. Para tanto, o seu trabalho é direcionado para que tal inovação conceitual seja aplicada diretamente nos balanços de cada empresa, ou seja, nos balanços primários e não apenas nos balanços consolidados.

Impulsionadas pelas rápidas transformações econômicas, políticas e sociais que caracterizaram os últimos 30 anos, as inovações no campo da contabilidade promoveram também uma mudança de patamar no que concerne ao perfil do profissional de contabilidade que deverá lidar com estas questões. Será preciso rever com urgência os projetos pedagógicos e conseqüentemente as grades curriculares dos cursos de graduação e de pós-graduação em Ciências Contábeis, sob pena de não ser possível manter um nível de qualificação adequado às novas imposições do mercado.

No Brasil, a necessidade de uma maior capacitação por parte dos contabilistas para cumprirem as exigências de adequação às normas internacionais manifesta-se pela lenta assimilação desses conceitos nas grades curriculares dos cursos de graduação. Apenas para efeito de exemplo, a Demonstração dos Fluxos de Caixa (DFC), por não ser obrigatória, não integra o cotidiano de boa parte dos contabilistas brasileiros.

Nesse sentido, conforme registra Campos Filho ⁶ (1999), a interferência da legislação fiscal nos sistemas de informações contábeis no Brasil é muito mais acentuada do que no restante do mundo. As informações obrigatórias, tais como o Balanço, a DRE e o DOAR, se prestam mais para atender ao fisco do que à gestão. Por sua vez, a DFC ao reclassificar a estrutura de contas em apenas quatro grupos (disponibilidades, operacional, investimentos e financiamentos), permite

⁶ *Op. cit.* p.16

um rápido entendimento acerca do que está ocorrendo em termos de desajustes financeiros, e estimula a tomada de decisões financeiras corretas, sem que a real situação fique oculta por um lucro contábil num regime de competência.

Estas e outras questões deveriam estar no topo da agenda dos debates, tanto acadêmicos quanto políticos. O país não pode mais prescindir de qualificação profissional para poder integrar o seleto time das economias desenvolvidas, e a capacidade de promover a harmonização das normas contábeis é um de seus pré-requisitos.

Contudo, não se promove uma transformação substancial nos padrões contábeis sem que surjam muitas dúvidas acerca dos procedimentos de contabilização adequados, sobretudo aqueles que envolvam o fisco.

Nesse sentido se pronuncia Yokoi⁷, quando lembra que a Lei 11.638, ao adaptar a contabilidade nacional aos princípios que norteiam o padrão internacional, modifica itens do balanço bastante sensíveis do ponto de vista tributário. Um exemplo emblemático é o uso do ágio pago em operações que envolvem combinações de empresas. Em uma aquisição, o ágio pago pelo comprador é amortizado ao longo dos anos conforme a rentabilidade do ativo adquirido vai sendo incorporada ao balanço. Ao entrar na demonstração de resultado como despesa, a parcela do ágio amortizada reduz a base do lucro tributável e se transforma em um benefício fiscal para o adquirente. Dessa forma, quanto maior for o ágio, maior o potencial de geração de créditos tributários pelo comprador. Pelas regras atuais da legislação, o ágio é a diferença entre o valor pago pelo ativo e o valor patrimonial pelo qual ele estava registrado no balanço. Do ponto de vista fiscal, isso pode representar uma boa notícia para o comprador. Como o valor patrimonial do ativo, não raro, está longe de representar o seu valor real, o ágio tem boas chances de atingir um montante atrativo para fins de abatimento de imposto.

Não obstante, conforme a nova legislação, o ágio já não é a diferença em relação ao valor patrimonial contábil, mas sim ao valor do patrimônio calculado a preço de mercado, fato que, conforme o momento em que for apurado, pode reduzir o ágio substancialmente e, assim, diminuir a perspectiva de ganho fiscal.

Outro ponto diz respeito às operações de *leasing* financeiro. De acordo com a antiga regra, lançava-se a depreciação do bem arrendado junto com a despesa do aluguel somente durante o período em que vigorasse o financiamento. Agora, a nova lei determina que o ativo arrendado seja incluído na conta de imobilizado, o que significa que sua depreciação passa a ser computada durante todo o período de vida útil do bem. Considerando-se que a depreciação é dedutível do imposto, tal procedimento pode ser interpretado no sentido de que o benefício fiscal ficará diluído por mais tempo. Para a Associação Brasileira das Companhias Abertas (Abrasca) há o entendimento que não há nenhum efeito fiscal, em nenhuma situação, pois não há obrigação ou benefício tributários sem uma lei específica que os estabeleça, de forma que devem prevalecer os critérios antigos para apuração do Fisco e as novas determinações para efeito societário.

⁷ *Dilema contábil: nova lei vem cercada de dúvidas sobre os impactos fiscais das mudanças para adaptação ao modelo Internacional.* Por Yuki Yokoi. Março 2008. Revista *Capital Aberto*.

⁸ *Op. cit.* p. 20

⁹ *Op. cit.* p. 108

A Governança Corporativa e a Importância da Adequação às Normas Internacionais para o Estabelecimento do Novo Mercado no Brasil

No âmbito da gestão financeira das organizações contemporâneas, emerge um conceito cada vez mais relevante para a sustentabilidade e geração de valor do negócio. Trata-se da Governança Corporativa, que, na sua acepção mais tradicional, segundo nos informa Barontini (2005)⁸, abrange a consideração de uma série de vertentes societárias, sobretudo aquelas que são conexas à dinâmica dos relacionamentos entre a propriedade da empresa e a administração, bem como às estratégias de tutela dos acionistas minoritários e ao nível de transparência e prestação de contas das práticas de gestão.

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

Na teoria econômica tradicional, a Governança Corporativa surge para procurar superar o chamado "conflito de agência", que se torna presente a partir do fenômeno da separação entre a propriedade e a gestão empresarial.

De acordo com Zylbersztajn *et alii.* (2005)⁹, o "conflito de agência" é o núcleo da chamada teoria da agência, que considera a impossibilidade de serem desenhados contratos ótimos, em razão da existência de assimetria de informações, objetivos conflitantes e graus diferentes de aversão ao risco entre as partes contratantes, que são designadas por "principal" e "agente".

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

A Governança Corporativa assumiu uma maior relevância na agenda de gestão em razão de fatos não muito louváveis, mas que tiveram o condão de depurar o ambiente corporativo de muitas mazelas e, sobretudo, apontar os limites que os gestores das organizações devem observar. Os escândalos empresariais que atingiram o mercado de capital nos últimos anos têm suscitado as mais variadas opiniões do público no que diz respeito à conduta de seus gestores.

Não obstante, trata-se de uma conduta bastante antiga, pois há registros desse comportamento desde a aurora do capitalismo industrial, conforme podemos constatar da advertência feita por Adam Smith, em 1776, no sentido de que os diretores das empresas (de capital aberto) são administradores do dinheiro das outras pessoas e não do seu próprio, e não se poderia esperar que eles cuidassem dele com a mesma vigilância ansiosa (dos donos). Negligência e esbanjamento, portanto, sempre prevaleceriam, para mais ou para menos, na gestão das questões dessas empresas.

Carlos José Guimarães Cova

Ocorre que nos dias atuais há uma forte percepção de que já não existe um equilíbrio de poder entre acionistas, diretoria e altos executivos de empresas que possuem um grande número de acionistas. Esse equilíbrio seria resultado da atuação de três influências: o custo do ativismo dos acionistas; o precedente legal; e a força política dos sindicatos dos trabalhadores.

Quando a empresa é fundada, essas forças estão em equilíbrio, e não há grandes problemas. À medida que a empresa cresce, como consequência da dinâmica do mercado, surge a necessidade de mais capital. Os antigos acionistas, que podem ser denominados acionistas fundadores, cedem o controle, uma vez que preferem diversificar seus investimentos. Tal procedimento faz com que a base de acionistas se torne dispersa, gerando um distanciamento entre os diretores e os acionistas, de tal forma que estes últimos passam a ser considerados como pessoas não essenciais à gestão, ao dia-a-dia da empresa, ou seja, o papel que os acionistas anteriormente exerciam na empresa passa a ser cada vez menor. Ao mesmo tempo, para monitorar as decisões gerenciais tomadas pelos diretores, os acionistas percebem que este esforço não vale a pena, tendo em vista o retorno de seu investimento.

Porém, com o desenvolvimento dos mercados de capital nas economias desenvolvidas, o advento desta fonte de financiamento e capitalização para as empresas passou a ser um imperativo para a sua permanência no jogo do mercado. Entrementes, os investidores passaram a ser mais seletivos nas suas escolhas, de tal forma que começaram a orientar e direcionar seus investimentos para as empresas que evidenciam um melhor arcabouço de gestão numa visão de múltiplas dimensões, sobretudo aquelas atinentes ao tratamento dispensado aos minoritários e às ações de transparência e prestação de contas dos atos de gestão.

Rosseti *et alii.* (2004)¹⁰ assinalam que a compreensão, a assimilação e o efetivo exercício da Governança Corporativa no âmbito da moderna gestão de empresas constituem um dos seus mais relevantes desafios, há pelo menos 18 anos.

Estes mesmos autores registram que a expressão Governança Corporativa ainda é muito recente, tanto no ambiente empresarial quanto no meio acadêmico, pois só em 1991 foi empregada pela primeira vez. Em 1992 foi definido o primeiro código de melhores práticas de Governança Corporativa. Somente em 1995 é que foi editado o primeiro livro que continha esta designação — *Corporate governance* —, dos autores R. Monks e N. Minow.

Apesar do fato da grande diversidade conceitual, existe um elenco bem definido de elementos-chave da Governança Corporativa, que são: os valores; o relacionamento entre as partes interessadas; os propósitos estratégicos; o poder; e a gestão.

Com relação aos valores, existem quatro que se destacam como sustentáculos da boa governança, que são: *fairness*; *disclosure*; *accountability*; e *compliance*. O *fairness* representa o senso de justiça e equidade no tratamento dos acionistas, propondo o respeito aos direitos dos acionistas minoritários, tanto no aumento da riqueza corporativa e resultado das operações quanto na presença ativa em assembleias gerais. O

disclosure busca a transparência das informações contábeis e de gestão, sobretudo aquelas que podem acarretar maiores riscos e impactos nos negócios. O *accountability* é um termo que subsume a prestação de contas e responsabilização a partir das melhores práticas contábeis e de auditoria. Por fim, o *compliance* representa a busca de conformidade no cumprimento das normas regulamentares contidas nos estatutos sociais e no arcabouço jurídico do país.

O segundo elemento-chave da boa governança é o relacionamento entre as partes interessadas de forma a minimizar os conflitos de agência. Este tipo de conflito ocorre quando um agente principal (acionista) delega a um agente executor (diretoria executiva) as decisões que devem maximizar os resultados das operações da empresa, supostamente em benefício do acionista; mas um comportamento oportunista do executor eventualmente entra em conflito com o objetivo do agente principal.

Como terceiro elemento-chave está o conjunto de propósitos estratégicos, que também envolvem estreita interação entre os acionistas, o Conselho de Administração e a Diretoria Executiva. Nas companhias que praticam a boa governança, as expectativas dos acionistas e as políticas básicas são definidas no plano corporativo, por entendimentos entre os acionistas e aqueles que os representam nos Conselhos de Administração. A partir desta convergência de pensamento é que são derivadas as diretrizes estratégicas para os negócios e para a gestão, desenvolvidas pela Diretoria Executiva, e apresentadas mais uma vez ao Conselho de Administração para homologação.

O quarto elemento-chave da Governança Corporativa é o poder. Nesse sentido, existem três aspectos relevantes que envolvem a estrutura de poder:

1º - a clara definição dos papéis dos acionistas, do conselho e da direção, bem como do que cada uma destas partes espera das duas outras;

2º - a definição de regras de convivência que tornem o processo decisório num jogo em que ocorre pleno compartilhamento de posições e opiniões;

3º - um efetivo e negociado planejamento das sucessões no contexto corporativo, sem solução de continuidade que afete os interesses da empresa.

Por último, o quinto elemento-chave da boa governança é representado pela gestão, cujos aspectos centrais dela são derivados. As práticas de gestão alinhadas com os princípios da Governança Corporativa abrigam três pontos centrais, ligados aos valores que a sustentam: a integridade ética, permeando todas as relações internas e externas; a combinação da integridade, da competência e do envolvimento construtivo no trato dos negócios; e a responsabilidade corporativa, que abrange um amplo rol de interesses, para os quais convergem os processos estratégicos de governança. Chamamos a atenção, mais uma vez, para a ética como requisito da boa governança.

Adicionalmente, constatamos em Macey *apud* Damodaran (2004)¹¹ que os sistemas de Governança Corporativa podem ter sua performance avaliada em três dimensões: a

¹⁰ *Op. cit.* p.20

¹¹ *Op. cit.* p.50

capacidade de restringir o poder da administração de obter benefícios privados; o acesso facilitado de empresas que desejam capital nos mercados financeiros; e a facilidade com que uma administração ineficiente é substituída.

Conforme ensinam Galvão *et alii.* (2006)¹², a Governança Corporativa no Brasil evidenciou um nítido marco temporal com a fundação do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), em 27 de novembro de 1995. O IBGC é uma sociedade civil sem fins lucrativos que tem o propósito de ser uma referência nacional em Governança Corporativa, desenvolvendo e difundindo os melhores conceitos e práticas, com vistas a contribuir para um melhor desempenho das organizações, e, por extensão, para uma sociedade mais justa e responsável.

Outro avanço no campo da governança foi o lançamento, em 1999, do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa no Brasil, que tem sido periodicamente revisto e discutido, além de ter sido submetido a um processo de audiência pública, acolhendo sugestões de profissionais e entidades do mercado.

De acordo com o IBGC, a adoção de práticas de boa governança permitirá que as sociedades obtenham os seguintes benefícios: aumento do seu valor; melhoria de desempenho; acesso ao capital a custos mais baixos; e perenidade. Além disso, a governança deve ser regida pelos seguintes princípios básicos: a transparência; a equidade; a prestação de contas; e a responsabilidade corporativa.

A transparência será evidenciada na medida em que a organização cultivar e incentivar o desejo de informação. Nesse sentido, a boa comunicação interna e externa, não apenas aquelas restritas ao desempenho econômico-financeiro, mas todas as que digam respeito à ação empresarial e à criação de valor, se divulgadas de forma espontânea e célere, criam um clima de confiança tanto internamente quanto com relação a terceiros.

Para a manifestação da equidade é necessário que a companhia dê um tratamento justo e igualitário a todos os grupos minoritários, sejam eles integrantes do capital (*shareholders*) ou das demais partes interessadas (*stakeholders*). Assim, atitudes ou políticas discriminatórias, sob qualquer pretexto, são inaceitáveis.

O sentido da prestação de contas é equivalente ao conceito de *accountability*, da doutrina estrangeira, ou seja, os agentes que praticam a boa governança devem prestar contas de sua atuação a quem os elegeram, e devem responder pelos atos praticados no desempenho de seus mandatos.

Por sua vez, a responsabilidade corporativa incorpora a idéia de que os conselheiros e executivos das corporações devem evidenciar uma visão de longo prazo e sustentabilidade, acolhendo considerações de caráter social e ambiental. Dessa forma, a responsabilidade corporativa amplia o escopo da estratégia empresarial, contemplando todos os relacionamentos com a comunidade onde a empresa atua.

Uma vez que o ambiente de mercado assimilava estes conceitos e princípios de Governança Corporativa, as instituições que o representam também puderam se lançar em aperfeiçoamentos nesse campo. Assim, inspirada na bolsa de Frankfurt e com o objetivo de tornar mais interessante o

mercado de capitais para o investidor brasileiro, a Bovespa (Bolsa de Valores de São Paulo) criou, em dezembro de 2000, três níveis de Governança Corporativa, aos quais as empresas listadas na bolsa brasileira poderiam aderir, conforme as práticas de governança que estivessem dispostas a adotar. Estes distintos estágios de adesão às práticas de governança tipificarão os Níveis 1 e 2 e o chamado Novo Mercado.

Assinala Fortuna (2005)¹³ que, para atingir este objetivo, a Bovespa consolidou estas premissas num regulamento que classifica as empresas em Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC). Assim, o grau de compromisso assumido pela empresa em relação ao NDGC permite classificá-la como do Nível 1 ou do Nível 2, ou ainda, do Novo Mercado, que seria o estágio máximo.

Também nessa mesma época a Bovespa passou a divulgar o Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada (IGC), composto por ações de empresas listadas nos Níveis 1 e 2 e no Novo Mercado. Em junho de 2001 começaram as primeiras adesões. As companhias que desejassem aderir aos níveis de governança deveriam assinar um contrato com a Bovespa comprometendo-se a adotar um conjunto de práticas diferenciadas de Governança Corporativa.

Para uma empresa estar listada no Nível 1 de governança, é necessário que ela assuma compromissos perante os investidores referentes ao fornecimento de informações que auxiliem na avaliação do valor da empresa. Dessa forma, além das informações contidas nos relatórios de informações trimestrais (ITRs) e relatórios de informações anuais (IANs), que são encaminhadas por todas as empresas listadas em bolsas, as empresas listadas no Nível 1 devem fornecer as seguintes informações adicionais: demonstrações financeiras consolidadas; demonstração do fluxo de caixa; abertura da posição acionária para os acionistas que detiverem mais de 5% do capital votante; quantidade e características dos valores mobiliários de emissão da companhia detidos por diretores e membros do Conselho de Administração; quantidade de ações em circulação e sua proporção em relação ao capital total por tipo e classe.

Para aderir ao Nível 2 de governança, é preciso que a empresa, além de cumprir todas as exigências requeridas para o Nível 1, divulgue suas demonstrações financeiras de acordo com os USGAAP e com os IAS GAAP (o USGAAP e o IAS GAAP são, respectivamente, Princípios Contábeis Norte-Americanos e Princípios Contábeis Internacionais). Para o cumprimento desse requisito a Bovespa concede um prazo de dois anos. Além disso, as empresas listadas nesse nível devem aderir à Câmara de Arbitragem para a resolução de conflitos societários e oferecer o benefício do *Tag Along*, que assegura a extensão das condições oferecidas aos acionistas controladores, no caso de venda do controle da companhia, aos demais acionistas minoritários.

Com relação ao nível mais elevado, o Novo Mercado, Ferreira (2005)¹⁴ nos informa que se trata de um segmento de listagem destinado à negociação de ações emitidas por empresas que se comprometem, em caráter voluntário, com

¹² *Op. cit.* p. 276

¹³ *Op. cit.* p. 607

¹⁴ *Op. cit.* p. 461

Carlos José Guimarães Cova

a adoção de práticas de governança adicionais ao que se exige para a inclusão nos Níveis 1 e 2. Via de regra, tais práticas se referem aos seguintes aspectos: a adoção de regras societárias que equilibrem os direitos dos acionistas, a despeito de serem controladores ou investidores; ampliação do nível de *disclosure*; emissão exclusivamente de ações ordinárias; distribuição pública mínima de R\$ 10 milhões; e existência de, no mínimo, 500 acionistas.

Não obstante, é possível verificar em Rosseti *et alii*. (1994)¹⁵ que o controle exercido pela Governança Corporativa, via de regra por exigências externas à organização, é resultado da existência de padrões contábeis rigorosos na preparação das demonstrações contábeis das companhias que deverão evidenciar as suas situações patrimoniais e os resultados de suas operações.

Tal circunstância viabiliza um dos mais importantes valores da boa governança, que é o *accountability*, ou prestação responsável de contas, de sorte que, nos mercados de capitais mais avançados quanto à absorção da Governança Corporativa, os padrões exigidos para as demonstrações financeiras seguem as normas internacionais de contabilidade.

Conclusões

Com base no que foi apresentado ao longo deste trabalho, foi possível demonstrar uma série de elementos de

convicção, de tal forma que possamos responder ao questionamento argüido na introdução: as normas contábeis e sua harmonização constituem elementos determinantes para o estabelecimento das boas práticas de Governança Corporativa nas companhias abertas?

A resposta a este questionamento é: sim, não é possível estabelecer o conjunto de medidas conhecido por boas práticas de governança, no ambiente das organizações, sem o suporte informacional requerido para que os principais fundamentos desta governança se tornem efetivos. Ademais, em virtude da crescente integração dos negócios e operações financeiras no mundo globalizado, o melhor acesso às fontes de capital apenas é possível se os agentes se comunicarem num padrão comum.

Ademais, na medida em que as empresas operam numa economia globalizada, com filiais estabelecidas em vários países e continentes, a convergência e harmonização dos procedimentos contábeis, devidamente fundamentados nas normas, avulta em importância para tornar mais consistente e tempestivo o conjunto de informações geradas pelas demonstrações financeiras.

Por fim, atingimos também os objetivos pretendidos inicialmente, pois os principais aspectos doutrinários acerca da Governança Corporativa, da normalização e da harmonização contábeis foram explorados e apresentados.

Referências

- BARONTINI, Giovanni. *A nova era da governança corporativa*. in Revista Relação com Investidores nº 91. Rio de Janeiro: IMF Editora Ltda., setembro de 2005.
- CAMPOS FILHO, Ademar. *Demonstração dos fluxos de caixa: uma ferramenta indispensável para administrar sua empresa*. São Paulo: Atlas, 1999.
- COSTA, Roberto Teixeira da. *O Brasil e a harmonização das normas contábeis*. in Revista Relação com Investidores nº 73. Rio de Janeiro: IMF Editora Ltda, março de 2005.
- DAMODARAN, Aswat. *Finanças Corporativas teoria e prática*. Tradução Jorge Ritter. Porto Alegre: Bookman, 2004.
- FERREIRA, José Antônio Stark. *Finanças Corporativas: conceitos e aplicações*. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2005.
- FORTUNA, Eduardo. *Mercado financeiro: produtos e serviços* / Eduardo Fortuna. 16. ed. Rio de Janeiro: Qualitymark Ed., 2005.
- GALVÃO, Alexandre; RIBEIRO, Érico. *Mercado financeiro: uma abordagem prática dos principais produtos e serviços*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.
- GRINBLATT, Mark. *Mercados financeiros e estratégia corporativa*. Tradução Jorge Ritter. 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.
- PADOVEZE, Clóvis Luis. *Controladoria estratégica e operacional: conceitos, estrutura, aplicação*. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2005.
- PEREIRA, Shirley Fernandes. *Compliance officer: o advento do compliance nos mercados financeiros*. Niterói: Monografia de Conclusão de Curso de Pós-Graduação - PGCF/UFF, 2003.
- PEREZ JÚNIOR, José Hernandez. *Conversão das demonstrações contábeis*. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2005.
- ROSSETI, José Paschoal; ANDRADE, Adriana. *Governança Corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências*. São Paulo: Atlas, 2004.
- SCHRICKEL, Wolfgang Kurt. *Demonstrações financeiras: abrindo a caixa-preta: como interpretar balanços para a concessão de empréstimos*. São Paulo: Atlas, 1997.
- STIGLITZ, Joseph E. *Os exuberantes anos 90*; tradução de Sylvania Maria S. Cristóvão dos Santos. São Paulo: Companhia das Letras, 2003.
- VERGARA, Sylvania Constant. *Projetos e relatórios de pesquisa em administração*. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2004.
- ZYLBERSZTAJN, Décio; SZTAJN, Rachel. *Direito e Economia*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

¹⁵ Op. cit. p.117

