

Governança corporativa e criação de valor para o acionista: da teoria à prática, os impactos organizacionais e financeiros

Irineu Dario Staub
Henrique Cordeiro Martins
Suzana Braga Rodrigues*

RESUMO

Este ensaio analisa a ideologia da criação de valor (*shareholder value*) como estratégia para a maximização do valor dos ativos dos acionistas, relacionada a instrumentos e práticas financeiras que a materializam. Nesse sentido, os pressupostos dessa ideologia são associados aos princípios de governança corporativa, destacando-se o modelo financeiro de governança. O estudo permite a análise das implicações nas práticas organizacionais e nas ações financeiras pelo exame de variáveis que se entrelaçam e interagem a partir dos seus elementos constituintes, entre os quais se destacam: os aspectos estruturais e processuais da organização; fluxo de caixa livre; a estrutura de capital das organizações que adotam a ideologia da criação de valor; a perspectiva temporal e a cadeia integrativa na criação de valor. Como instrumental prático requerido à produção de riquezas para os investidores foram analisadas as operações de *buyback* e o sistema Eva®. Por fim, são descritas a racionalização dos processos produtivos e a organização do trabalho como produtoras dos principais impactos da ideologia da criação de valor nas organizações.

Palavras-chave: Ideologia; Criação de valor; Governança corporativa; Operações de *buyback*; Sistema Eva®.

Este trabalho discute uma das práticas da governança corporativa consideradas importantes no mundo contemporâneo dos negócios, das finanças e dos investimentos financeiros internacionais: a maximização do valor para o acionista e o seu impacto nas organizações. Procura-se entender, em particular, como a aplicação de certas ferramentas financeiras origina prá-

* Doutorandos e professora do Cepead/UFMG.

ticas gerenciais com implicações para a estrutura e os processos organizacionais. Vários fatores indicam a importância dessa discussão e o primeiro deles é, certamente, a ausência de debates sobre o assunto tanto na literatura sobre governança quanto nos estudos organizacionais e nas análises financeiras. No ambiente organizacional observam-se, contudo, pressões em diversos níveis para que as organizações econômicas em diferentes países adotem as melhores práticas de governança. O contexto de globalização econômica e a abertura dos mercados interessam de perto a este artigo, na medida em que envolvem pressões para maior integração e inserção comercial entre os países. As motivações para maiores inserções internacionais têm por base a crença de que o capital estrangeiro é atualmente o meio mais eficaz para atingir o desenvolvimento econômico. Os modelos de desenvolvimento econômico com base na expansão de mercados estimulam a competição por capital estrangeiro por meio de medidas que criam um ambiente favorável ao mesmo.

As estratégias de desregulamentação, de privatização, de estabilização financeira, de controle sobre os direitos do proprietário e as reformas previdenciárias adotadas quase que uniformemente por vários países tiveram como objetivo criar um ambiente mais favorável ao capital estrangeiro. O volume de fusões e aquisições “transfronteiras” requer a construção de um ambiente de estabilidade e previsão que permita a melhor

expansão do capital em terras alienígenas para posterior repatriação. As corporações transnacionais, principais agentes da globalização econômica, procuram naturalmente construir um ambiente de menor risco nos seus territórios de expansão, costurando alianças com os governos locais e por intermédio da influência de instituições internacionais como a Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico¹ (OCDE), Nações Unidas e outros foros de regulamentação do comércio internacional, como a Organização Mundial do Comércio (OMC). Um dos mecanismos mais importantes na redução de risco para o capital estrangeiro é a existência, no país hospedeiro, de uma legislação protetora dos direitos do acionista. Instituições internacionais como a OCDE têm exercido pressões em diversos países para a adoção de um código comum de governança corporativa. Em seus relatórios, a OCDE argumenta que o sistema ideal é o anglo-saxônico, que se assenta na maximização do valor para o acionista.

O modelo de maximização de valor para o acionista consiste na valorização dos ativos dos proprietários, ancorada em teorias e circunstâncias pertinentes ao quadro geral da governança corporativa, que remete para muito além de uma política simplista de dividendos. Para se entender melhor esse modelo e suas implicações organizacionais e financeiras torna-se necessário examinar com mais detalhes o conceito de governança corporativa.

¹ Organization for Economic Cooperation and Development (OECD)

A CRIAÇÃO DE VALOR NO CONTEXTO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA

Por governança corporativa entende-se o conjunto de princípios e processos associados ao controle e administração das empresas, que tem no conselho de administração o ponto nevrálgico do sistema de governança. Aos seus membros cabe a inalienável missão de “zelar pela observância dos valores, crenças e propósitos dos acionistas, nas atividades da empresa” (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, 2000).

Também integram a estrutura de governança corporativa os acionistas na qualidade de controladores e/ou minoritários e suas assembléias; o executivo principal e o grupo de *stakeholders* representado por fornecedores, clientes, funcionários, associações, credores, sindicatos, opinião pública; os que possuem influência na gestão da empresa.

As concepções de governança corporativa são inúmeras. No entendimento de Turnbull (1997, p. 181), trata-se da “descrição de todas as influências que afetam os processos institucionais, incluindo aqueles estabelecidos por controladores e/ou reguladores envolvidos na organização da produção e na venda de produtos e serviços”. Já para Shleifer e Vishny (1997, p. 737), é o caminho pelo qual “os representantes financeiros das corporações buscam assegurar para si próprios o retorno de seu investimento”.

A OCDE define a governança corporativa com “um conjunto de relações entre a gerência corporativa e o conselho diretivo e demais grupos que possuem

algum vínculo direto com a empresa” (OCDE, 2000, p. 2).

A literatura aponta quatro modelos dominantes de governança corporativa. O primeiro, denominado modelo dos *stakeholders*, define que os elementos de inter-relação da organização são mais relevantes que os próprios acionistas. O segundo, o modelo da representação (*stewardship*), aponta que o corpo diretivo é o representante dos interesses organizacionais. São eles que maximizam os benefícios corporativos e garantem o retorno de investimentos aos acionistas. O modelo político vê o investidor convergindo para um processo que visa a aumentar o seu direito de voto, no sentido de influenciar as políticas e práticas corporativas predominantes. E, finalmente, no modelo das finanças, a governança corporativa é estabelecida segundo os critérios pelos quais os investidores da corporação asseguram o retorno do capital investido (Turnbull, 1997).

Os estudos sobre esse assunto indicam que os principais modelos de governança corporativa foram os adotados na Inglaterra, Estados Unidos, Alemanha e Japão. Segundo Bertero (2000), “como tudo que ocorre em administração, não há um modelo perfeito, todos eles têm suas forças e fraquezas”. As características dominantes desses modelos podem ser facilmente elencadas: o modelo anglo-saxão (EUA e Inglaterra) se caracteriza pela orientação dinâmica para o mercado, pela fluência do capital, pela diluição da propriedade e pela possibilidade de internacionalização dos negócios. Por outro lado, esse modelo peca pela instabilidade, volatilidade dos recursos e vi-

são de curto prazo. No modelo alemão predominam as estratégias industriais de longo prazo, as fontes estáveis de capital e os procedimentos de governança muito sólidos, além da presença de bancos e da influência de *stakeholders*. Essas características, de alguma forma, inibem a internacionalização do capital e determinam a maior concentração em algumas regiões. O modelo japonês destaca a estratégia industrial de longo prazo, as fontes estáveis de capital, os investimentos substanciais no exterior, a intervenção governamental e propriedade cruzada, incluindo clientes, fornecedores e bancos. Além disso, as prioridades do modelo são crescimento e participação no mercado. O aumento de fusões, o crescimento do ativismo de investidores institucionais, a especulação financeira e a adoção de procedimentos que podem levar à falta de transparência e, por vezes, à corrupção, denunciam as deficiências do modelo japonês (Clarke e Bostock apud Bertero, 2000; Monks e Minow, 2001). Dentre todos, o modelo americano tem sido o mais sedutor, principalmente em função do desempenho das empresas norte-americanas, bem como da economia do país (Bertero, 2000).

A importância de um sistema está na possibilidade da proteção legal e abrangente e, sobretudo, na concentração do direito de posse nas mãos dos acionistas, o que moldaria um sistema de governança mais confiável. Na prática, toda escolha de um determinado modelo acontece em detrimento de outro e considera a existência de diferentes países, a diversidade das situações e certa incomensurabilidade das culturas nacionais

(Shleifer e Vishny, 1997).

Para o propósito deste ensaio é relevante o detalhamento do modelo financeiro de governança. Segundo a lógica desse modelo, o importante é assegurar o máximo retorno para o capital investido pelos acionistas, considerado o princípio básico da ideologia da criação de valor. Do ponto de vista financeiro, o problema central da governança corporativa é estabelecer incentivos e definir regras (isto é, contratos implícitos ou explícitos) para alinhar o comportamento dos executivos (agentes) com os propósitos econômicos e financeiros dos proprietários (Hawley e Williams, 1996, *apud* Turnbull, 1997). Mais precisamente, esse modelo toma como base a teoria da agência (Jensen e Meckling, 1996), que se ocupa dos mecanismos de controle sobre os gerentes de modo a garantir o retorno máximo sobre o capital investido na empresa. Essa teoria argumenta que o contrato deve retratar a maneira segundo a qual a gerência deveria utilizar os recursos do investidor e proporcionar retorno sobre eles. Mas, na prática, muitos gerentes acabam utilizando o direito (outorgado) de controle sobre os recursos organizacionais em proveito próprio, prejudicando os interesses dos investidores (Williamson, 1996; Fama, 1996).

O pressuposto básico da teoria da agência sugere que os interesses dos proprietários e administradores não são coincidentes e compete aos proprietários criar mecanismos que controlem a ação dos gerentes e estimulem a convergência de interesses entre gerentes e proprietários. É nesse estágio que as ações organizacionais passam a ser orientadas pela

ideologia da criação de valor (Lazonick e O'Sullivan, 2000).

A IDEOLOGIA DA CRIAÇÃO DE VALOR

Durante as duas últimas décadas e no cerne desse movimento global de mercados, a ideologia da criação de valor para o acionista fortaleceu-se como princípio de governança corporativa entre empresas baseadas nos Estados Unidos e na Grã-bretanha; só recentemente apareceu nos debates sobre governança corporativa na Alemanha, na França, na Suécia e apenas em 1999 chega ao Japão (Lazonick e O'Sullivan, 2000). Em 1999 a OCDE publicou **The OECD principles of corporate governance**, enfatizando que as organizações devem ser administradas, acima de tudo, em razão dos interesses dos *shareholders* (OECD, 1999, *apud* Lazonick e O'Sullivan, 2000).

Segundo Lazonick e O'Sullivan (2000), a idéia da criação de valor para os acionistas aparece no centro das discussões nos Estados Unidos, na esteira das dificuldades enfrentadas por gigantescas corporações centralizadas, dispersas e complexas, diante das perturbações provocadas pela invasão de japoneses e alemães, em mercados antes dominados exclusivamente por empresas americanas.

Nas décadas anteriores, dois princípios nortearam a governança corporativa das empresas: o primeiro, chamado "reter e reinvestir" (*retain and reinvest*), produziu um crescimento incomum das corporações, com muitas divisões e foco em diferentes tipos de negócio. Essa expansão exagerada da década de 60, no

entanto, resultou em baixíssimo desempenho na década de 70, agravada pela instabilidade do ambiente macroeconômico e pelo aparecimento dos competidores internacionais já citados (Lazonick e O'Sullivan 1997; O'Sullivan, 2000, *apud* Lazonick e O'Sullivan, 2000). Nessa fase ocorrem vácuos de poder logo ocupados pelos administradores (Arida, 2000), provocando destruição de riqueza dos acionistas. O segundo princípio, orientado pela noção de diminuir e distribuir (*downsize and distribute*), alterou radicalmente as diretrizes da governança, que passou a prescrever a primazia do controle do mercado sobre o desempenho das organizações. Desse novo paradigma emergem as idéias centrais da criação de valor para os acionistas, dentre as quais se destaca a devolução do fluxo de caixa livre aos proprietários, fluxo esse considerado um produto da incapacidade dos administradores para a alocação eficaz dos recursos (Lazonick e O'Sullivan, 2000).

A partir da constatação de que os acionistas americanos haviam se tornado reféns dos administradores, o trabalho pioneiro de Robert A. G. Monks (Rosenberg, 2000) transformou-se em luta incessante pelo resgate do poder dos detentores de capital, visando a devolver-lhes a prerrogativa de decidir sobre o destino das corporações e, naturalmente, a opção pela criação de valor. Nas décadas de 80 e 90, as corporações cresceram demasiadamente. Essa expansão diversificada e complexa dispersou os acionistas, deixando livre um imenso espaço de poder, apropriado imediatamente pelos administradores. Com base nesse poder, mui-

tos executivos guiados pelo oportunismo agiam em detrimento dos interesses dos acionistas (Lazonick e O'Sullivan, 2000). O destino das companhias deixou de ser traçado pelos proprietários para ser decidido pelos executivos que as dirigiam, na maioria das vezes, visando à apropriação de riquezas dos investidores. O ativismo de Robert A. G. Monks foi alicerçado na crença de que, além de criar valor para os acionistas, os resultados agregados poderiam ser críticos para a competitividade da indústria americana abalada pela invasão nipônica (Orenstein e Rocha, 2000).

Segundo Lazonick e O'Sullivan (2000), a estratégia de esvaziamento do poder dos administradores foi influenciada por economistas financeiros que, respaldados pela ineficiência das corporações, transferiram para o mercado a tarefa de avaliar o desempenho dos executivos. Uma única medida de desempenho das organizações foi imposta aos administradores, subordinando-os à idéia de controle corporativo pelo mercado. Consistia na capitalização crescente do valor de mercado da organização, uma medida externa dada pelo mercado, não manipulável pelos executivos e que refletia necessariamente a criação de valor para os acionistas (Ehrbar, 1999).

A adoção da ideologia da criação do valor é revelada nas empresas pelas formas de organização do trabalho e pela racionalização dos processos produtivos, pelos ajustes estruturais, pela devolução do fluxo de caixa livre aos proprietários e pela mentalidade empresarial embasada numa cultura direcionada à criação de valor.

No contexto internacional, grandes

corporações americanas e britânicas foram as pioneiras na orientação pela criação de valor para os acionistas. Já empresas concebidas segundo os princípios de governança dos modelos alemão e japonês enfrentam maiores dificuldades decorrentes da forte presença de outros interesses, especialmente dos empregados (Ehrbar, 1999).

No Brasil, ainda que timidamente, grandes corporações já colocam em prática a ideologia da criação de valor. Carvalho (2000) reporta a decisão de um dos principais bancos do país que, desistindo da aquisição de outro em processo de privatização, alega que “o negócio não seria vantajoso para a instituição por conta da redução dos lucros por ação [...] durante muitos anos” (p. 1). Em nota à imprensa, a instituição financeira desistente ratifica que teria definido, “já há alguns anos, a criação de valor para seus milhares de acionistas como seu objetivo principal” (p. 1). E que com essa prática teria conseguido “o maior valor de mercado dentre todos os bancos da América Latina” (p. 1). E depois de aprofundados estudos da eventual compra do banco, esclarece que “a análise produzida contemplou também os efeitos do negócio à luz da estratégia” da corporação (p. 1). O exame da questão também teria concluído que a “eventual aquisição do Banespa levaria à queda, por vários anos, do lucro por ação, o que possivelmente ocasionaria a redução de valor de mercado do banco” (p. 1). O esclarecimento público consolida a estratégia da organização, que “reafirma o objetivo de valorização de suas ações e, em consequência, da ideologia da criação de valor”

(p. 2), acreditando ser esse o “caminho para o [seu] crescimento saudável, consistente e sustentado...” (p. 2).

A LÓGICA INTERNA DA IDEOLOGIA DA CRIAÇÃO DE VALOR

A adoção da idéia da criação de valor implica uma complexa articulação de conceitos, práticas e ações organizacionais que se entrelaçam numa intrincada interação de variáveis necessárias à estruturação dos seus elementos constituintes, dos quais se destacam: aspectos estruturais e processuais da organização; o fluxo de caixa livre; a estrutura de capital; a perspectiva temporal e a cadeia integrativa na criação de valor, discutidos abaixo.

ASPECTOS ESTRUTURAIS E PROCESSUAIS DA ORGANIZAÇÃO: O MÍNIMO DE ESTRUTURA *VERSUS* O MÁXIMO DE PROCESSO

De certo modo, a ideologia da criação de valor exige que as organizações se estruturem e operem num formato ideal que combine um mínimo de estrutura (elementos estáticos) com o máximo de potencial produtivo dos processos (elementos dinâmicos). As mínimas estruturas de capital e operacional refletem, respectivamente, menores encargos econômicos de captação de recursos e menores custos fixos (como a depreciação), que ocorrem independentemente do nível de atividades. Por sua vez, ao processo de produção de bens e serviços estão ligados aspectos dinâmicos da or-

ganização, que basicamente geram custos variáveis de natureza operacional. A integração dinâmica ideal entre estrutura e processos é direcionada ao potencial produtivo de máxima eficiência, identificado na microeconomia como o ponto ótimo de produção e que determina o menor custo médio por unidade de produto (Pindyck e Rubinfeld, 1991). Esse modelo assume que nesse nível não deve existir estrutura (capacidade instalada) operacionalmente ociosa. A partir daí qualquer acréscimo no volume da produção ou nas estruturas de capital e operacional acarretará elevação dos custos marginais.

Atingir o ponto ótimo de produção, todavia, não depende apenas de arranjos internos, já que com eles concorrem fatores aleatórios e condições externas chamadas de variáveis contextuais (Rodrigues e Sá, 1984), dentre os quais destacam-se a localização, o tamanho e o poder de barganha, a dependência, a disponibilidade de matéria-prima, a possibilidade de adquirir lotes econômicos compatíveis com o nível de atividade da fábrica, e também a cadeia integrada de distribuidores, a logística e os custos de distribuição, a concorrência e os controles governamentais.

Outro elemento importante é o estágio tecnológico tanto da organização quanto dos concorrentes. As condições tecnológicas estabelecem, no âmbito interno, os padrões de produtividade e, no ambiente externo, as condições de competitividade. A produtividade está ligada à exploração da eficiência operacional máxima permitida pelo estágio tecnológico instalado. A competitividade

está atrelada à superação da concorrência e implica a atração de recursos no processo de migração de valor (Slywotzky, 1997). A ótima combinação dos padrões de produtividade e do potencial do mercado condiciona a maximização de valor para os acionistas.

A otimização da relação estrutura *versus* processo também estende a discussão para a integração teórica de conceitos econômicos e administrativos. A concepção original da ideologia da criação de valor é pautada por teorias econômicas de maximização de valor para o acionista (Lazonick e O'Sullivan, 2000). Nesse sentido, o investidor assume a postura do homem econômico. Todavia, os investimentos são realizados em organizações, no interior das quais os administradores se pautam, simultaneamente, pela idéia de homem econômico, que visa a fazer escolhas ótimas para maximizar o valor do acionista, e de homem administrativo, que toma decisões satisfatórias para garantir o retorno adequado sobre os ativos dos proprietários, nos limites impostos pelas variáveis contextuais e estruturais, que operam paralelamente como condicionantes internas e externas (March e Simon, 1981). É criado um cenário no qual a maximização do valor (do homem econômico) para o acionista é concebida num plano ideal, enquanto o retorno adequado e limitado pelas circunstâncias nas quais as decisões satisfatórias (do homem administrativo) são tomadas ocorre no mundo real do possível.

A ESTRUTURA DE CAPITAL E O

FLUXO DE CAIXA LIVRE

A idéia do fluxo de caixa livre encaminha a análise contábil das origens e aplicações de capital. Os recursos são obtidos de acionistas e de terceiros intervenientes e utilizados como capital de giro e como ativo operacional imobilizado. Juntas – origens e aplicações – formam a estrutura de capital composta por “todo o dinheiro investido no negócio, incluindo capital de giro líquido, ativos tangíveis e outros ativos operacionais” (Stern Stewart & Co, 2001, p. 57). As origens ou fontes de recursos representam a estrutura passiva de capital, enquanto as aplicações formam a estrutura ativa. A estrutura passiva, como fundo de valores, é deterministicamente afetada pelos custos de captação e retenção do capital de tal forma que, quando o capital ingressa na empresa, fatalmente carrega consigo os encargos econômicos da captação, independentemente da obtenção junto a acionistas ou terceiros. A estrutura ativa recebe a concepção e a operacionalidade dos fluxos e processos produtivos do negócio e depende basicamente da mentalidade empresarial e da forma de gestão da organização. É assumido que os recursos não alocados segundo os critérios de racionalidade prescritos pela concepção e operacionalidade do negócio estão ociosos.

A lógica da teoria da criação de valor preconiza que, se o administrador não consegue alocar adequadamente os recursos de forma a obter os rendimentos indispensáveis à manutenção do valor dos ativos dos acionistas, o fluxo de caixa livre deve ser devolvido aos proprie-

tários, para que possam aplicá-los em alternativas mais eficientes ensejadas pelo mercado. Já que os acionistas mantêm uma relação de mercado com ações da empresa cotadas em bolsa, o argumento econômico da distribuição de recursos livres aos investidores sugere uma preocupação central com a efetividade da substituição do controle corporativo pelo controle de mercado (Lazonick e O'Sullivan, 2000).

Parece haver um pressuposto crítico de que os recursos não aplicados de maneira eficiente estão disponíveis; logo, em disponibilidade não produzem os resultados necessários para preservar o valor dos ativos dos acionistas. Aparentemente, essa idéia é alimentada por um princípio de eficiência atrelada à máxima capacidade para produzir rendimentos. Então é plausível presumir-se a existência de um arranjo de forças produtivas orientadas pela noção de produção enxuta (Womack, Jones e Roos, 1990; Womack e Jones, 1994) abordada mais adiante.

A PERSPECTIVA TEMPORAL E A CADEIA INTEGRATIVA NA CRIAÇÃO DE VALOR

A ideologia da criação de valor parece repousar sobre uma complexa articulação dos fluxos operacionais da cadeia produtiva atrelada a uma visão de longo prazo. Embora o núcleo da questão focalize a criação de valor para o acionista, ela somente é viável nessa perspectiva temporal pela ativação da intrínca rede de transações que alinha também os interesses de fornecedores e distribui-

dores. Assim, a criação de valor somente faz sentido quando inserida num contexto de atuação coletiva, integrada e orientada por um princípio de perpetuidade, de tal forma que a riqueza criada seja distribuída igualitariamente aos demais participantes da estrutura do fluxo de transações (Alves, 1999). A legitimidade da criação de valor para o acionista está condicionada pela simultânea distribuição dessa riqueza aos demais grupos intervenientes. Uma postura socialmente correta inibe a supremacia oportunista dos *shareholders*. Práticas gerenciais politicamente corretas situam o ganho real dos proprietários numa faixa de ingressos que vai dos limites potenciais de criação de riqueza possibilitados pelo mercado às saídas financeiras necessárias e suficientes para a mínima remuneração das trocas efetuadas com os integrantes da cadeia produtiva.

A perspectiva de longo prazo e essa integração impõem prováveis dificuldades ao modelo de governança anglo-saxão, caracterizado pelo imediatismo e por certo distanciamento no trato com fornecedores e clientes; ao mesmo tempo criam facilidades hipotéticas para o modelo de governança nipo-germânico, mais orientado para o longo prazo e para o desenvolvimento de cadeias interativas de suprimento e distribuição (Bertero, 2000).

A produção de riquezas para os investidores requer instrumental adequado. Preliminarmente é possível adiantar que ajustes estruturais decorrentes da racionalização dos processos produtivos podem ser feitos via alienação de bens ociosos. Para manejo de excedentes de

caixa, podem ser utilizadas operações de *buyback*. E para incrementar a otimização dos processos, para a definição de identidade de interesses entre proprietários e gerentes e para a distribuição do lucro residual, pode ser adotado o sistema Eva®.² Na seqüência serão abordadas essas duas ferramentas.

FERRAMENTAS PARA CRIAÇÃO DE VALOR

A ideologia da criação de valor prescreve princípios que orientam as estratégias para a criação de valor para os acionistas. No domínio da ação, porém, são necessários operadores capazes de transformar planos abstratos em ações concretas e estas em lucro residual. Este ensaio analisa a operação de *buyback* (Lazonick e O'Sullivan, 2000) e o sistema Eva (Ehrbar, 1999) como ferramentas orientadas para a operação de valor.

As operações de *buyback* são complexas, dada a sua natureza operacional, e potentes quanto às conseqüências e impactos organizacionais, na perspectiva do mercado; representam um dos vários instrumentos financeiros que materializam a ideologia da criação de valor (Lazonick e O'Sullivan, 2000; Fox e Schiff, 1997; Schiffrin e Johnson, 1997).

Consistem na recompra de ações de própria emissão (*stock repurchase*), negociadas no mercado secundário das bolsas de valores e/ou nas operações de balcão, e ofertadas por acionistas que se retiram da companhia. A operação de *buyback* foi considerada por Fox e Schiff

(1997) como uma das mais engenhosas estratégias de finanças e de investimentos corporativos. Atua simultaneamente como mecanismo de devolução de recursos livres aos acionistas que revendem suas ações para a empresa e como fator da criação de valor para os acionistas remanescentes, desde que a recompra ocorra por preços favoráveis, ou seja, cotados abaixo do valor patrimonial (Reuters, 2000). De estrutura mecânica simples e que facilita a sua operacionalidade, é complexa e instável na projeção, na adequação do tamanho da operação, na previsão do impacto sobre o futuro da empresa e sobre o mercado e especialmente na sua execução, dada a diversidade de situações e de atores intervenientes (Lazonick e O'Sullivan, 2000; Fox e Schiff, 1997; Schiffrin e Johnson, 1997).

Quando uma empresa recompra suas próprias ações no mercado secundário de capitais, normalmente o faz com a seguinte destinação (Reuters, 2000):

- a) permanência em tesouraria;
- b) venda posterior;
- c) cancelamento.

A permanência em tesouraria se orienta por critérios estabelecidos pela legislação societária e provoca a retenção dos recursos relativos aos dividendos não distribuídos. A venda posterior pode acontecer quando a ação estiver valorizada e assume o caráter de uma política de manutenção de preço dos ativos e de uma forma de capitalizar o valor das ações dos acionistas remanescentes. Já o cancelamento ocorre quando a empresa, após recomprar as próprias ações em bol-

² Marca registrada da consultoria americana Stern Stewart & Co., que desenvolveu o sistema.

sa, as cancela. É um processo inverso à emissão. Diminui a base física de acionistas e aumenta o dividendo por ação. O resultado principal dessas operações é creditado diretamente aos acionistas remanescentes, já que, com um número menor de ações, o lucro por ação é maior (Schifrin e Johnson, 1997), mas não necessariamente sobre o valor originalmente investido.

O *buyback* é um dos mais sofisticados produtos da engenharia financeira, porém praticado somente na esfera da alta administração. Mesmo sendo uma das jóias das finanças corporativas, a sua execução se restringe à atuação de poucos atores organizacionais. No âmbito interno, não possui efeito estimulante sobre os níveis não estratégicos da organização e, no ambiente externo, pode causar impacto negativo, segundo a percepção do mercado, e lançar dúvidas quanto aos efeitos da operação em face das estratégias da organização e quanto à capacidade de sobrevivência organizacional, como analisado adiante. Essas restrições podem ser neutralizadas pela adoção de ferramentas como o sistema Eva, examinado mais tarde. Outros autores questionam a validade da operação pela análise da relação custo/benefício ou, no caso, a relação preço (pago pela ação) *versus* lucro (retorno em forma de dividendos líquidos). Embora entendam que não ocorre impacto individual imediato sobre o valor dos títulos de uma empresa, muitas utilizam esse mecanismo para estimular aumentos nas cotações dos seus papéis (Reuters, 2000). Nos casos de ações recompradas e oferecidas aos executivos como bonificação, não há varia-

ção do número de ações em circulação. O efeito da operação parece ser neutro, embora produza vieses estatísticos nas análises sobre as operações praticadas pelo mercado e que decorrem das diferenças verificadas entre os preços de recompra pagos pela empresa e os de venda aos executivos, calculados na forma de opções (Schifrin e Johnson, 1997).

No tangente ao mercado como um todo, supõem os autores que, pela diminuição da oferta global de ações, o mecanismo do *buyback* funciona como estratégia para alavancar o preço dos títulos, produto do aumento da pressão de compra sobre a base de oferta numericamente menor. Teria sido o caso do mercado americano, considerando que muitos dos bilionários programas de *buyback* coincidiram com o ingresso, no mercado de capitais, de investidores institucionais (fundos mútuos) que, portandose como potenciais adquirentes, provocaram fortes pressões de demanda sobre a menor base numérica de papéis disponíveis.

Comentam os mesmos autores que, recentemente, empresas habituadas à prática de operações de *buyback* teriam apresentado desempenho superior às não praticantes, das quais muitas teriam sido expulsas do mercado pelas primeiras. Se essa informação for verdadeira, pode-se confirmar a suposição de que em muitas companhias a existência de fluxo de caixa livre decorre da máxima eficiência dos sistemas de produção enxuta (Womack, Jones e Roos, 1990; Womack e Jones, 1994), que permitem a distribuição dos excedentes de caixa, sem afetar o princípio da preservação do valor

dos ativos dos acionistas e sem prejuízo dos programas operacionais e dos planos de crescimento estratégico.

As operações de *buyback* também podem produzir efeitos negativos. Schifrin e Johnson (1997) entendem que representam má idéia quando a recompra se realiza em momentos em que os papéis estão superavaliados, a despeito das enormes dificuldades para definir quando uma ação está ou não sendo cotada acima do seu preço real. E mesmo que a recompra não ocorra em situação de alta, pode vir a se tornar um péssimo negócio se, após a recompra, os preços vierem a se posicionar em patamares inferiores ao da compra. Nesse caso, ocorre a distribuição de recursos aos acionistas vendedores, sem a correspondente criação de valor para os acionistas remanescentes.

As operações de *buyback* estão presentes nas grandes corporações americanas, que as utilizam como instrumento de gestão estratégica, de mercado e financeira, segundo as oportunidades da criação de valor oferecidas pelo contexto dos negócios. Além disso, muitas empresas costumam praticar o *buyback* recomprando as próprias ações para depois oferecê-las aos executivos na forma de opções e a título de remuneração variável ou bonificação, sempre a preços vantajosos para os adquirentes (Lazonick e O'Sullivan, 2000). Torna-se, assim, um instrumento de gestão da força de trabalho.

No Brasil, um caso recente foi divulgado por Reuters (2000), ao informar que o conselho de administração de uma das

grandes empresas mineradoras “autorizou a aquisição pela própria companhia de 21 milhões de ações que estão em circulação no mercado” (p. 1), porque “considera que os preços de seus papéis estão abaixo de seu valor justo” (p. 1). A recompra de ações se destina à “permanência em tesouraria ou para posterior venda e até mesmo cancelamento” (p. 1). Segundo um dos diretores entrevistados, a “compra se deve ao fato de as ações estarem subavaliadas” (p. 1) e, nessa condição, “as ações são um bom investimento para os recursos disponíveis no caixa da empresa” (p. 1). Houve reação positiva do mercado: imediatamente as ações da empresa apresentaram comportamento de alta, devido em parte ao seu bom desempenho no terceiro trimestre de 2000, quando teria obtido o “segundo maior lucro da sua história” (p. 2). Na opinião de um analista de mercado, com o “anúncio de recompra de ações, a alta ganhou maior impulso e deve ficar bem acima do índice Bovespa³ hoje (quinta-feira)” (p. 2).

O sistema Eva, na sua forma elementar e instrumental, é uma medida de desempenho empresarial cujo diferencial está na geração de lucro sobre toda a estrutura do capital utilizado por uma empresa, incluindo o capital próprio. Como estratégia para criação de valor, fornece as bases da estrutura de um sistema de gestão financeira e de remuneração variável baseada em incentivos, que pode orientar cada decisão de uma empresa, habilitando-a a transformar a cul-

³ Formado pelo comportamento dos preços das ações nos negócios realizados com papéis das 100 maiores companhias listadas na Bolsa de Valores do Estado de São Paulo.

tura corporativa, a melhorar a vida e o trabalho de todos, tornando-os mais bem-sucedidos, ajudando-os a criar maior riqueza para os acionistas, para os clientes e para si mesmos (Ehrbar, 1999).

De fórmula simples, o Eva corresponde à diferença entre o lucro operacional líquido e o custo total do capital investido, e equivale à taxa do custo de oportunidade mais o retorno de risco. O custo de oportunidade representa o rendimento que o investidor poderia obter com outras aplicações de risco semelhante. O retorno de risco traduz a rentabilidade mínima esperada pelo investidor em face da natureza e do potencial danoso das incertezas que podem afetar o empreendimento. Com isso, a idéia de lucro abandona as noções estáticas oriundas da contabilidade e migra para a dinâmica intrínseca dos conceitos econômicos para representar a rentabilidade real da empresa em dado período. Para Stern (1999), em sua forma fundamental, o Eva incorpora a noção do que os economistas chamam de lucro residual; ou seja, para que os acionistas alcancem uma taxa de retorno adequada, o retorno deve ser alto o suficiente para compensar o risco a que se submetem. E esse retorno esperado corresponde ao custo da estrutura do capital utilizado, calculado tanto para dívidas quanto para capital próprio.

O Eva opera como medida de desempenho, mas também é importante como base para definir os incentivos que influenciam o comportamento dos funcionários. É da natureza intrínseca do Eva exigir incentivos para impulsionar a ação dos atores organizacionais na direção dos

resultados planejados. Stern (1999) acredita que, sem incentivos, o Eva seria apenas uma medida comum de desempenho, já que, sem esses estímulos, não haveria mudança sustentada no comportamento organizacional. Sendo o Eva uma medida de fluxo, pode ser utilizado como mecanismo para remuneração variável oportuna, período a período. A utilização do Eva como solução viável para a medição do desempenho e de remuneração variável torna congruentes o comportamento da gerência e as necessidades dos acionistas, que esperam que os executivos sempre persigam melhorias sustentáveis de Eva. Dessa forma, o plano de incentivos atrelado ao sistema Eva requer a “utilização de uma conta diferida que esteja em risco e sujeita a perdas se a melhoria anual de Eva não for sustentada ao longo do tempo” (Stern, 1999, p. X). Seria esse o “elemento crucial para que investidores institucionais se tornem fortes partidários do conceito Eva” (p. XI). Para estes, incentivos são “apenas um método para desenvolver governança corporativa adequada” (p. XI). Insistem que, para fazer “com que gerentes se comportem como proprietários, a chave não reside em ações ou na propriedade legal, mas em dinheiro mantido em risco que poderá ser perdido se as melhorias de desempenho não forem sustentadas” (p. XI).

Ehrbar (1999, p. 4) afirma que o Eva seria “um retorno ao básico, uma redescoberta dos elementos mais fundamentais da gerência de negócios que traz uma mudança duradoura nas prioridades, nos sistemas e na cultura de uma empresa”. Embora ferramenta simples, seu efeito se-

ria de amplo espectro, já que representa a “aplicação prática tanto da teoria financeira moderna quanto da economia clássica ao problema de dirigir um negócio, uma aplicação que acaba fornecendo a estrutura mais eficaz para o processo decisório corporativo num período de notáveis mudanças econômicas” (p. 4). O Eva “sintoniza gerentes com a disciplina dos mercados, focalizando-os em custos de capital” e não apenas representa novas formas ou modismos de ajuste ou reestruturação com aparência de panacéia universal. É “uma maneira fundamental de medir e gerir o desempenho empresarial que tem raízes tão antigas quanto o próprio capitalismo” (p. 4). Segundo Drucker (2000, p. 30), a “última geração dos economistas clássicos, Alfred Marshall, na Inglaterra, e Eugen Böhm-Bawerk, na Áustria, já discutia o conceito [de lucro residual] em fins da década de 1890”.

Segundo Ehrbar (1999), que é membro da consultoria que desenvolveu o instrumento, o Eva é:

- a) medida de desempenho empresarial ligada à criação de riqueza para os acionistas;
- b) a única medida de desempenho que oferece a resposta certa, já que mais valor agregado é sempre melhor para os acionistas;
- c) uma estrutura subjacente a um novo sistema de gestão financeira que orienta as decisões empresariais, envolvendo orçamentos operacionais e de capital, planejamento estratégico, aquisições e desinvestimentos;
- d) um método simples e eficaz para alfabetizar em negócios até os funcio-

- nários menos letrados;
- e) o elemento nuclear de um sistema de remuneração variável que efetivamente alinha os interesses dos executivos aos dos acionistas e faz com que aqueles pensem e ajam como proprietários;
- f) uma estrutura que as empresas podem utilizar para comunicar suas metas e realizações a investidores e que estes poderão aproveitar para identificar negócios com perspectiva de desempenho superior;
- g) um sistema interno de governança corporativa que teria o condão de estimular gerentes e funcionários a trabalharem de forma cooperativa para o alcance do melhor resultado possível.

Drucker (1975) já defendia a idéia da criação de valor adicionado como medida fundamental de produtividade na década de 60, enfatizando que, para

que uma empresa possa enfocar o desempenho econômico, [ela] precisa [...] recomendar os elementos [funcionários] pela comprovada capacidade em contribuir para os objetivos e resultados da empresa, pela habilidade demonstrada nas tarefas econômicas e pela disposição em trabalhar em prol da empresa e não apenas como especialistas numa função ou num setor técnico. (p. 290)

Para a Revista **Fortune** (citada por Ehrbar, 1999, p. 1), o sistema Eva foi considerado a “idéia financeira mais quente da atualidade”, portador da “verdadeira chave para a criação de riqueza”.

Apesar da ausência de pesquisa empírica, há críticas ao sistema Eva. Citadas por Ehrbar (1999), aparecem reações de sindicatos americanos e problemas re-

lacionados aos procedimentos de implementação, especialmente os que não seguiriam as seqüências prescritas pela Stern Stewart, que o desenvolveu.

O sistema Eva já teria sido adotado por mais de 300 empresas pelo mundo afora, principalmente de origem americana, entre elas gigantes como a Coca-Cola e outras de menor porte como Quaker Oats, Briggs & Stratton, Equifax e SPX Corporation. Por todas seria visto como instrumento de gestão indispensável à criação de valor para o acionista. O sistema de aposentadoria dos funcionários públicos da Califórnia (CalPERS) vem utilizando-o para orientar suas decisões de investimento. Na Alemanha, a Siemens teria enfrentado problemas para a sua implantação devido à excessiva orientação do sistema de governança para os interesses dos empregados e outros *stakeholders* (Ehrbar, 1999).

No Brasil, o Eva vem sendo utilizado por várias organizações. Segundo Ferguson *et al.* (1999), desde 1995 mais de 15 empresas de diversos setores teriam adotado o sistema, nos moldes do esquema de implantação preconizado pela consultoria americana Stern Stewart do Brasil. Somoggi (1997) cita, entre outras, a Brahma e a Souza Cruz. Ehrbar (1999) também nomeia a Brahma, no setor industrial, e a Globopar, no setor de serviços de comunicação.

A despeito da ausência de pesquisa empírica, parece não haver incompatibilidade entre essas duas ferramentas que operacionalizam a teoria da criação de valor. Embora a prática do *buyback* se restrinja a poucos atores nas organizações, o sistema Eva assume uma dimensiona-

lidade que o torna mais abrangente. Enquanto medida de desempenho, o Eva também pode ficar restrito a alguns setores, que o adotam como instrumento estratégico de avaliação e de *feedback* econômico e gerencial. Já como sistema de gestão empresarial pode ser aplicado na organização, num espectro que engloba dos níveis estratégicos ao plano operacional (Ehrbar, 1999).

Na aparência, não há relação de produção entre a operação de *buyback* e o sistema Eva, considerando que aquela pode ser realizada, sem que se façam notar seus efeitos, senão na avaliação do desempenho econômico da empresa. Já o sistema Eva supõe um intrínseco processo de racionalização de atividades e a otimização da estrutura de capital, incluindo a alienação de unidades de negócio de baixo desempenho (Ehrbar, 1999). O desinvestimento pode alinhar-se com a idéia de diminuir o tamanho da empresa (*downsize*), cujo fluxo de caixa livre pode ser distribuído por meio de operações de *buyback* (Fox e Schiff, 1997; Schifrin e Johnson, 1997; Ehrbar, 1999; Lazonick e O'Sullivan, 2000).

O Eva também provoca o alinhamento dos interesses de gerentes e acionistas e, nesse sentido, pode ser a solução para o problema vinculado aos custos de monitoramento de executivos apontado pela teoria da agência (Jensen e Meckling, 1996).

A idéia de maximização de valor para o acionista, implícita no sistema Eva, passa forçosamente por processos de melhoria dos produtos e das relações com os fornecedores, distribuidores, clientes e funcionários (Ehrbar, 1999).

E, enquanto a operação de *buyback* repercute externamente na percepção do mercado de capitais, a adoção do sistema Eva começa internamente com um programa de treinamento indispensável à compreensão da ferramenta, que depois se transforma em filosofia organizacional pela incorporação dos seus princípios ao cotidiano das práticas organizacionais. E só quando anunciado é que repercute no mercado, pelo qual normalmente é bem recebido (Ehrbar, 1999).

RACIONALIZAÇÃO DE PROCESSOS E ORGANIZAÇÃO DO TRABALHO

A criação de valor se realiza pela adoção de práticas racionais. Nesse sentido, a teoria da criação de valor implica uma racionalidade econômica ditada por uma perspectiva de ganhos para o acionista que prescreve a otimização da relação meio e fim, com cálculo utilitário das conseqüências. A idéia de racionalidade, todavia, insere-se no campo abstrato das teorias. Para que venha a estabelecer relações de produção no campo empírico é requerida a sua concretização mediante a racionalização dos processos organizacionais básicos. A noção de racionalização também precisa ser instrumentalizada com a adequação prática das atividades críticas (meios) aos objetivos organizacionais da criação de valor para o investidor (fins). Essa compatibilização do fluxo operacional (constituído pelas atividades, tarefas, rotinas, procedimentos operacionais e condições de produção) com as metas, padrões de desempenho e resultados esperados pela ideo-

logia da criação de valor remete a questão às concepções elementares de organização do trabalho e dos processos produtivos que, por sua vez, produzem demandas no campo sensível dos fatores humanos. Assim, a ideologia da criação de valor parece compatível com os postulados centrais do taylorismo, do fordismo e do toyotismo, no interior dos quais as interações sociais acontecem, desde que feita a necessária contextualização com as expectativas contemporâneas.

Do taylorismo são resgatados

- 1) o objetivo dos sistemas administrativos, que é “garantir o máximo de prosperidade ao capitalista e, ao mesmo tempo, o máximo de prosperidade ao empregado” (Souza e Andriola, 1994, p. 89), tendo em vista que a “administração científica fundamenta-se na identidade de interesses entre empregados e empregadores...” (p. 89); e
- 2) a divisão do trabalho mediante fragmentação das tarefas, visando à racionalização das atividades e à melhoria dos níveis de produtividade.

Do fordismo são recuperados

- 1) o foco no processo de produção em massa e as conseqüências para os ganhos de escala; e
- 2) a divisão do trabalho baseada na especialização (p. 90).

Taylorismo e fordismo se integram e se complementam pela divisão do trabalho, ressaltando que no primeiro a preocupação básica se ocupava dos aspectos organizacionais e administrativos, enquanto no segundo dirigia sua máxima atenção para os fatores produtivos.

Todavia, ambos buscavam a racionalidade do fluxo contínuo, a racionalização do trabalho e a obtenção de altos índices de produtividade (p. 90).

Do toyotismo é resgatada a idéia de produção enxuta (*lean production*), que se caracteriza por utilizar menores quantidades de tudo, quando comparada com a produção em massa: metade de operários na fábrica, metade do espaço para fabricação, metade do investimento em ferramentas, metade das horas de planejamento para desenvolver novos produtos em metade do tempo (Womack, Jones e Roos, 1990). A idéia central da produção enxuta é a capacidade de flexibilização de estruturas e processos que possibilite ao mesmo tempo os ganhos de produtividade e o atendimento às exigências dos consumidores, incluindo aspectos da satisfação individualizada. A produção enxuta postula a utilização integrada de várias técnicas japonesas de organização do trabalho que visam ao aperfeiçoamento contínuo, ao defeito zero, a estoques mínimos, custos declinantes, ao trabalho em grupo, às práticas participativas e à eliminação de tudo o que é supérfluo. Se do taylorismo-fordismo emergem as questões ligadas à rigidez e à precisão, do toyotismo são buscadas a flexibilidade, a capacidade adaptativa, a qualificação, a cooperação, o dinamismo e a criatividade, almejando a plena identificação de todos os atores com o sucesso do empreendimento. As idéias de homem econômico e homem administrativo convergem e interagem para que a administração da empresa possa almejar a máxima racionalização do sistema de produção, os maiores índices de produtivi-

dade, crescente lucratividade e altos padrões de competitividade (Souza e Andriola, 1994) e assim explorar todo o potencial da criação de riqueza para os acionistas.

IMPACTOS ORGANIZACIONAIS

A ideologia da criação de valor implica a adoção de:

- 1) uma medida de desempenho que leve em consideração os custos das estruturas de capital e operacional;
- 2) um sistema de gestão focado em processos orientados para a criação de valor;
- 3) mecanismos de motivação que induzam os gerentes a pensar, agir e a serem remunerados como os donos do negócio; e
- 4) uma nova mentalidade organizacional baseada numa cultura voltada para a criação de valor, eleita como o objetivo mais importante da empresa (Stern Stewart & Co., 2001).

Os principais impactos organizacionais decorrentes da adoção da ideologia da criação de valor podem se manifestar na forma de:

- 1) melhores decisões operacionais, segundo as quais a exploração de qualquer oportunidade de negócio é precedida de uma análise dos efeitos marginais quanto à criação de valor;
- 2) melhores decisões de investimento, dirigidas para a implantação de projetos que produzam valor agregado, previamente estipulado;
- 3) responsabilidade mais explícita na criação de valor, explicada por mu-

danças de atitude e comportamento comprometido com a cultura de maximização do valor da empresa;

4) alteração na política de remuneração, com a implantação de um sistema de incentivos e recompensas vinculado aos parâmetros estabelecidos pela metodologia do Eva (Stern Stewart & Co., 2001).

Assim, adotar a ideologia da criação de valor e pautar as ações organizacionais pelo princípio utilitário da máxima eficiência proposto pelo sistema Eva leva as empresas a otimizar a estrutura de capital, a reduzir ativos, a adequar tamanhos de estoques, a alienar unidades ineficientes e a baratear fontes de financiamento (Somoggi, 1997). A adequação estrutural e a racionalização dos sistemas produtivos, ou seja, o “*rightsizing* e a racionalização das operações” (Ehrbar, 1999, p. 147) podem estimular operações de *buyback* visando a devolver aos acionistas o fluxo de caixa livre decorrente de ajustes e desinvestimentos (Lazonick e O’Sullivan, 2000), já que investimentos só se justificam pela criação de valor para os acionistas (Stern, 1999). Ehrbar (1999) ratifica uma relação entre a criação de valor e o sistema Eva segundo a qual a criação de valor é o fim e o aumento do Eva é o meio.

CONCLUSÃO

Este ensaio analisou os impactos organizacionais e financeiros da adoção da ideologia de criação de valor para o acionista, como um princípio de governança. Nesse sentido, foi analisada a criação

de valor no contexto geral da governança corporativa. Sob esse aspecto destacou-se o modelo financeiro de governança, no qual os investidores asseguram o retorno do capital investido no negócio.

A ideologia de criação de valor evoluiu do princípio de reter e reinvestir para diminuir e distribuir, com o intuito de devolver ao acionista o fluxo de caixa livre das empresas. Em relação aos componentes da lógica interna da criação de valor, foram analisados os aspectos estruturais e processuais da organização, a estrutura de capital e o fluxo de caixa e a cadeia integrativa na criação de valor numa perspectiva temporal. Disso resultou a adoção do mínimo de estrutura com a exploração máxima do potencial dos processos produtivos.

Dentre as ferramentas empregadas para a criação de valor foram destacadas as operações de *buyback* e o sistema Eva. A última, mais do que uma simples ferramenta de avaliação, transforma-se em filosofia organizacional orientada para a criação de valor quando seus princípios são internalizados pelos atores da empresa.

Os impactos na organização podem ser observados em relação às melhores decisões operacionais e de investimento, nas definições de responsabilidades por toda a empresa e nas alterações do sistema de incentivos e recompensas.

ABSTRACT

This is an analysis of the ideology of shareholder value as a strategy to maximize shareholders' assets value, related to financial instruments and practices that materialize it. In this sense, the fundamentals of that ideology are associated to the principles of corporative governance, particularly the financial model of governance. An analysis is made of implications in organizational practices and financial moves through an examination of crossing variables that interact with basis on their constituent elements, among which: structure and process features of the organization; free cash flow; the capital structure of organizations based on the ideology of shareholder value; the temporal perspective and the integration chain in shareholder value. Buyback operations and the Eva[®] system were analyzed as practical instruments required for the production of wealth to investors. Finally, the rationalization of productive processes and the organization of work are described as producers of the main impacts of the ideology of shareholder value on organizations.

Key words: Ideology; Shareholder value; Corporative governance; Buyback operations; Eva[®] system.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALVES, Maria de Fátima C. Os fluxos de transações e as crises financeiras. **Conjuntura Política**: boletim de análise, Belo Horizonte: n. 8, p. 10-11, jun./1999.

ARIDA, Pérsio. Comentários de orelha de capa. In: ROSENBERG, Hilary. **Mudando de lado**: a luta de Robert A. G. Monks pela governança corporativa nos EUA. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

BERTERO, Carlos O. Questões de governança empresarial. In: RODRIGUES, S. B.; CUNHA, M. P. **Estudos organizacionais**: novas perspectivas na administração de empresas. São Paulo: Iglu, 2000. p. 429-444.

CARVALHO, Daniele. Itaú explica em nota oficial a desistência pela compra do Banespa. **JB On Line**. 20 nov. 2000: Tempo Real. Disponível em <http://www.jb.com.br/extra/e2011118.html>. 20 nov. 2000.

DRUCKER, Peter F. **Administração lucrativa**. 4. ed. Rio de Janeiro: Zahar Editores, 1975.

DRUCKER, Peter F. As informações de que os executivos realmente precisam. In: HARVARD BUSINESS REVIEW. **Medindo o desempenho empresarial**. Rio de Janeiro: Campus, 2000. p. 9-30.

EHRBAR, Al. **Eva**: valor econômico agregado: a verdadeira chave para a criação de riqueza. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1999.

FAMA, Eugene. Agency problems and the theory of the firm. In: PUTTERMAN, Louis; KROZNER, Randall (Eds.). **The economic nature of the firm**: a reader. Cambridge: Cambridge University Press, 1996. p. 302-314.

FERGUSON, John M. *et al.* Prefácio da edição brasileira. In: EHRBAR, Al. **Eva**: valor econômico agregado: a verdadeira chave para a criação de riqueza. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1999. p. XV-XX.

FOX, Justin; SCHIFF, Lenore. The hidden meanings of stock buybacks. **Fortune**. (ISSN 0015-8259) v. 136, n. 5, p. 24, Sept, 8th 1997.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Código das melhores práticas. Disponível em <http://www.ibgc.org.br>. 18 nov. 2000.

- JENSEN, Michael; MECKLING, William. Theory of the firm: managerial behavior, agency cost, and ownership structure. In: PUTTERMAN, Louis; KROZNER, Randall (Eds.). **The economic nature of the firm: a reader**. Cambridge: Cambridge University Press, 1996. p. 315-335.
- LAZONICK, William; O'SULLIVAN, Mary. Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance. **Economy and Society**. v. 29, n. 1, February 2000. p. 13-35.
- MARCH, J. G.; SIMON, H. A. **Teoria das organizações**. Rio de Janeiro: FGV, 1981.
- MONKS, Robert A. G.; MINOW, Nell. **Corporate governance**. 2. ed. Oxford: Blackwell, 2001.
- ORGANIZAÇÃO PARA COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO (OCDE). The OECD Principles of Corporate Governance. Disponível em <http://www.oecd.organização/daf/governance/principles.htm>, 8 nov. 2000.
- ORENSTEIN, Luiz; ROCHA, Bruno. Prefácio. In: ROSENBERG, Hilary. **Mudando de lado: a luta de Robert A. G. Monks pela governança corporativa nos EUA**. Rio de Janeiro: Campus, 2000.
- PINDYCK, R. S.; RUBINFELD, D. L. **Microeconomia**. São Paulo: Makron Books, 1991.
- REUTERS. Conselho da Vale autoriza compra de 21 milhões de ações. **BOL: Brasil On Line**. <http://www.bol.com.br/noticias/economia/2000/10/26/0013.html>. 26 out. 2000.
- RODRIGUES, Suzana B.; SÁ, Raquel C. R. de. Estrutura organizacional brasileira: aplicação do modelo de Aston e implicações metodológicas. **Revista de Administração de Empresas**, Rio de Janeiro, v. 24, n. 4, p. 158-174. out./dez. 1984.
- ROSENBERG, Hilary. **Mudando de lado: a luta de Robert A. G. Monks pela governança corporativa nos EUA**. Rio de Janeiro: Campus, 2000.
- SCHIFRIN, Matthew; JOHNSON, Stephen S. The buyback monster. **Forbes Magazine**, November, 17th 1997.
- SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. A survey of corporate governance. **The Journal of Finance**, v. LII, n. 2, p. 737-783, June 1997.
- SLYWOTZKY, Adrian J. **Migração de valor: como se antecipar ao futuro e vencer a concorrência**. Rio de Janeiro: Campus, 1997.
- SOMOGGI, Laura. Quem está realmente produzindo riquezas? **Revista Exame On Line**, São Paulo, 10 set. 1997. <http://www2.uol.com.br/exame/44merca.html>.
- SOUZA, W. J.; ANDRIOLA, I. R. F., Do "taylorismo-fordismo" ao "toyotismo": uma evolução do pensamento administrativo? **Paradigmas**, v. 4, n. 1, p. 89-92. set./dez. 1994.
- STERN, Joel M. Prefácio. In: EHRBAR, Al. **Eva: valor econômico agregado: a verdadeira chave para a criação de riqueza**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1999. p. VI-XIV.
- STERN STEWART & CO. **Telemar: introdução ao Eva®**. Belo Horizonte: Stern Stewart & Co, 2001 (mimeo).
- TURNBULL, Shann. Corporate governance: its scope, concerns and theories. **Scholarly Research and Theory Papers**, v. 5, n. 4, p. 180-205, Oct. 1997.
- WILLIAMSON, Oliver. The governance of contractual relations. In: PUTTERMAN, Louis; KROZNER, Randall (Eds.). **The economic nature of the firm: a reader**. Cambridge: Cambridge University Press, 1996. p. 125-135.
- WOMACK, James P.; JONES, D. T.; ROOS, D. **The machine that changed the world**. New York: Rawson, 1990.
- WOMACK, James P.; JONES, D. T. From lean production to lean enterprise. Boston: **Harvard Business Review**, v. 72, n. 2, p. 93-116, Mar./Apr. 1994.