

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE MINAS GERAIS  
Programa de Pós-Graduação em Administração  
Mestrado Profissional em Administração

**ESTUDO DAS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA E O  
DESEMPENHO ORGANIZACIONAL: UMA ANÁLISE ENVOLVENDO  
RENTABILIDADE, VOLATILIDADE E VALOR DE MERCADO**

Davi Riani Gotardelo

Belo Horizonte  
2006

# **Livros Grátis**

<http://www.livrosgratis.com.br>

Milhares de livros grátis para download.

Davi Riani Gotardelo

**ESTUDO DAS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA E O  
DESEMPENHO ORGANIZACIONAL: UMA ANÁLISE ENVOLVENDO  
RENTABILIDADE, VOLATILIDADE E VALOR DE MERCADO**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração da Faculdade de Administração da Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais como requisito parcial à obtenção do título de Mestre em Administração.

Área de concentração: Estratégia e Competitividade das Organizações

Orientadora: Profa. Dra. Patrícia Bernardes  
Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais

Belo Horizonte  
Faculdade de Administração da PUC-Minas  
2006

## FICHA CATALOGRÁFICA

Elaborada pela Biblioteca da Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais

G683e	Gotardelo, Davi Riani
desempenho	Estudo das práticas de governança corporativa e o
volatilidade e valor de	organizacional: uma análise envolvendo rentabilidade,
mercado / Davi Riani Gotardelo. Belo Horizonte, 2006.	
	140f.
	Orientadora: Patrícia Bernardes
de Minas	Dissertação (Mestrado) - Pontifícia Universidade Católica
	Gerais. Programa de Pós-Graduação em Administração.
	Bibliografia
	1. Governança corporativa. 2. Desempenho. 3. Rentabilidade.
	4. Valor (Economia) 5. Bolsa de valores. 6. Mercado de ações. I.
	Bernardes, Patrícia. II. Pontifícia Universidade Católica de Minas
	Gerais. Programa de Pós-Graduação em Administração. III.
	Título.
	CDU: 658.152

PÁGINA DESTINADA À FOLHA DE APROVAÇÃO

A Deus, por tudo que Ele é e sempre será na minha vida. Minha razão de existir.

Aos meus pais, pelo carinho, apoio irrestrito e por me incentivarem e ajudarem nos momentos mais difíceis. Amo vocês!

Ao meu grande amor, Aline, pela paciência, carinho e atenção dedicados a mim. Sem você, não teria conseguido. Te amo!

Aos meus irmãos, Dani e Ju, pelos momentos de descontração e alegria que tivemos durante essa caminhada.

## AGRADECIMENTOS

Aos meus pais, pela paciência e dedicação sempre disponíveis em toda a minha vida e pelo carinho constante comigo.

À minha amada esposa, Aline, presente de Deus para minha vida.

À professora Patrícia Bernardes, pela sabedoria, paciência e dedicação. Um exemplo de profissionalismo e comprometimento com o programa do MPA.

Aos colegas do MPA, pela amizade e companheirismo.

Ao meu grande amigo, Flávio Dias Rocha, pela amizade e ajuda indispensável na reta final de minha dissertação. A você desejo todo o sucesso do mundo.

À Faculdade Estácio de Sá de Juiz de Fora, pelo apoio financeiro e por acreditar em meu potencial.

Ao professor Fernando Rainho, pela confiança no meu trabalho e potencial e pela oportunidade de poder realizar esse sonho.

Ao professor Matheus Bressan, pela paciência, compreensão e ajuda nos momentos difíceis. Ao seu filho, Prof. Aureliano Bressan, pelo apoio e direção nos métodos utilizados na pesquisa.

Aos tios Zé Maria e Eloísa, pela hospitalidade e carinho comigo nesses mais de dois anos de luta. Deus abençoe e recompense vocês.

Ao professor Dr. Alexandre di Miceli da Silveira, pela acessibilidade, presteza e ajuda em meus inúmeros questionamentos.

Aos irmãos Marcelo Daltro Leite e Jairo Eleotério, por dedicarem tempo precioso em oração por mim.

Ao professor Rogério Mattos, pela ajuda e disponibilidade.

Ao professor Luís Renato, pela contribuição e orientação no início da minha caminhada.

## RESUMO

Esta pesquisa, de cunho quantitativo, objetivou relacionar a influência que a adoção de práticas de boa governança corporativa teve em relação ao desempenho organizacional das companhias listadas na BOVESPA, entre os anos de 2002 a 2004. As hipóteses iniciais da pesquisa eram de que empresas que adotam boas práticas de governança corporativa apresentam rentabilidade e valor de mercado superiores e estão menos sujeitas aos riscos de mercado (menor volatilidade). A referência utilizada foi o Código do IBGC e as recomendações da BOVESPA. As variáveis de governança corporativa utilizadas foram as relativas à estrutura de propriedade e controle, papel e estrutura do Conselho de Administração e divulgação da responsabilidade corporativa. As variáveis de desempenho organizacional, por sua vez, foram: a rentabilidade, medida através do indicador EBITDA; a volatilidade, medida através do índice beta; e o valor de mercado, mensurado através do indicador Q de Tobin. Houve coleta e análise de dados das 117 empresas listadas na BOVESPA entre 2002 e 2004, através de regressões múltiplas; utilizando-se, para isso, a metodologia de elaboração de painéis. No que diz respeito à rentabilidade, um pouco mais da metade das variáveis utilizadas no modelo corroboraram a hipótese da pesquisa. Já a volatilidade apresentou-se pouco significativa e consistente em relação às práticas de governança corporativa. O valor de mercado foi a variável que se apresentou mais consistente e significativa do estudo, embora alguns resultados encontrados diverjam dos indicados na hipótese desse trabalho.

**Palavras-chave:** Governança Corporativa; Desempenho Organizacional; Rentabilidade; Valor de Mercado; Volatilidade.

## ***ABSTRACT***

This quantitative research goals were to relate the influence that the good corporate governance practices had in relation to the Bovespa listed companies organizational performance between the years of 2002 the 2004. The initial hypotheses of the research were of that companies that adopt good corporate governance practices presented superior yeld and market value and is less exposed to market risks (less volatility). Taking as reference the IBGC Code and BOVESPA recommendations, the study used the relative variable of corporate governance to property structure and control, role and structure of the Advice of Administration and spread of the corporative responsibility. The corporate performance variable were: profitability, measured through EBITDA; volatility, measured through the beta index; and market value, measured throug Q of Tobin indicator. They had been collected among 117 companies listed in BOVESPA between 2002 and 2004 and had been analyzed through multiple regressions, using the methodology of elaboration of panels. In the yeld analysis, a bit more of the half of the variable used in the model had confirmed the research hypothesis. Volatility presented little significance and consistence in relation with corporate governance practices. The market value was the variable that presented more consistence and significance in the study, although some results do not confirm the work.

**Keywords:** Corporate Governance; Organizational Perfomance; Yeld; Market Value (Q de Tobin); Volatility.

## LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Recentes escândalos corporativos.....	26
Quadro 2 - Exemplos de relação principal x agente nos conflitos de agência.....	34
Quadro 3 – Amostragem da coleta de dados .....	67
Quadro 4 – Resumo das variáveis independentes.....	81

## LISTA DE TABELAS

TABELA 1 - Evolução comparativa dos Índices IBOVESPA e IGC .....	59
TABELA 2 - Principais estatísticas do CGOV .....	85
TABELA 3 - Propriedade das ações ordinárias e totais por parte dos controladores.....	86
TABELA 4 - Concentração de votos por parte dos controladores .....	88
TABELA 5 - Concentração de propriedade por parte dos controladores .....	88
TABELA 6 - Excesso de votos por parte dos controladores .....	89
TABELA 7 - <i>Free-Float</i> das companhias estudadas.....	90
TABELA 8 - Companhias com free-float maior que 25% .....	91
TABELA 9 - Companhias que realizaram acordo com acionistas .....	91
TABELA 10 - Companhias em que o Diretor Executivo é o Presidente do Conselho ..	93
TABELA 11 - Tamanho do Conselho de Administração .....	93
TABELA 12 - Conselhos de Administração entre 05 e 09 membros.....	94
TABELA 13 - Composição do Conselho de Administração .....	95
TABELA 14 - Independência do Conselho de Administração.....	96
TABELA 15 - Atuação do Conselho Fiscal .....	96
TABELA 16 - Remuneração variável para Diretoria e Conselho .....	97
TABELA 17 - Divulgação de Práticas de Governança Corporativa .....	98
TABELA 18 - Regressão – EBIT – Intercepto Comum com ponderação.....	101
TABELA 19 - Regressão – Q DE TOBIN – Intercepto Comum com ponderação.....	105
TABELA 20 - Regressão – BETA – Intercepto Comum com ponderação.....	109

## LISTA DE SIGLAS

BOVESPA	– Bolsa de Valores de São Paulo
CEO	– <i>Chief Executiver Officer</i>
CGOV	– Coeficiente de Governança Corporativa
CVM	– Comissão de Valores Mobiliários
DIVEXT	– Sistema Divulgação Externa
EBIT	– <i>Earnings Before Interest and Taxes</i>
IAS	– <i>International Accounting Standards Committee</i>
IBGC	– Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
IGC	– Índice de Governança Corporativa
OCDE	– Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico
US-GAAP	– <i>United States Generally Accepted Accounting Principles</i>
SEC	– <i>Securities and Exchange Commision</i>

## SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO .....	14
1.1	Aspectos iniciais .....	14
1.2	Justificativa e problema da pesquisa .....	16
1.3	Objetivos da pesquisa .....	19
1.4	Hipóteses da pesquisa .....	20
1.5	Estrutura do trabalho.....	22
2	REFERENCIAL TEÓRICO .....	24
2.1	A origem da Governança Corporativa no mundo .....	24
2.2	A origem da Governança Corporativa no Brasil.....	28
2.3	Governança Corporativa: considerações iniciais e premissas teóricas.....	33
2.3.1	Considerações iniciais.....	33
2.3.2	O problema de agência dos gestores.....	33
2.3.3	A economia dos custos de transação .....	37
2.3.4	Alguns conceitos recentes de Governança Corporativa.....	39
2.4	Mecanismos de Governança Corporativa .....	43
2.4.1	A Governança Corporativa e a Estrutura de Propriedade .....	45
2.4.2	A Governança Corporativa e a Estrutura do Conselho de Administração .....	49
2.4.3	A Governança Corporativa e a Transparência .....	53
2.5	A Governança Corporativa e o Desempenho Organizacional.....	56
2.5.1	A Governança Corporativa e a Rentabilidade .....	57
2.5.2	A Governança Corporativa e o Valor de Mercado .....	60
2.5.3	A Governança Corporativa e a Volatilidade.....	62
3	METODOLOGIA.....	66
3.1	Questões gerais.....	66
3.1.1	Universo, Amostra e Coleta de Dados.....	66
3.2	Tratamento dos Dados e modelagem econométrica .....	68
3.3	Definição das variáveis .....	70
3.3.2	Variáveis de adesão aos Mercados Especiais da BOVESPA (NIV e NOV).....	79
3.3.3	Variável de Controle.....	79
3.3.4	Desempenho organizacional.....	81
3.4	Definição das equações .....	83
4	ANÁLISE DE RESULTADOS .....	85
4.1	CGOV (Coeficiente de Governança Corporativa): .....	85
4.2	Estrutura de Propriedade .....	86
4.2.1	Concentração de Votos e Propriedade.....	86
4.2.2	Excesso de votos dos controladores .....	89
4.2.3	Free-float.....	89
4.2.4	Acordo de acionistas.....	91
4.3	Papel e Estrutura do Conselho .....	92
4.3.1	Diretor Executivo e Presidente do Conselho de Administração .....	92
4.3.3	Existência de Conselho Fiscal.....	96
4.3.4	Remuneração dos diretores e conselheiros sobre o lucro .....	97
4.4	Divulgação da Responsabilidade Corporativa .....	97
4.5	Relações entre o Desempenho Organizacional e a Governança Corporativa.....	98

4.5.1	<i>Rentabilidade e Governança Corporativa</i> .....	99
4.5.2	<i>Q DE TOBIN</i> .....	103
4.5.5	<i>BETA</i> .....	106
5	<b>CONCLUSÕES</b> .....	111
5.1	<b>Acerca das práticas de Governança Corporativa</b> .....	111
5.2	<b>Acerca dos resultados entre Governança Corporativa e desempenho</b> .....	112
5.2.1	<i>Rentabilidade</i> .....	112
5.2.2	<i>Valor de Mercado</i> .....	113
5.2.3	<i>Volatilidade</i> .....	115
5.3	<b>Limitações da pesquisa</b> .....	117
5.4	<b>Sugestões de pesquisas futuras</b> .....	119
6	<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS</b> .....	121
7	<b>APÊNDICES</b> .....	127

# 1 INTRODUÇÃO

## 1.1 Aspectos iniciais

Muito tem se falado acerca dos escândalos corporativos que abalaram o mundo nos últimos anos. Escândalos como os da Enron e Parmalat traduzem uma ansiosa busca dos investidores e acionistas por formas mais transparentes e de maior credibilidade de gestão. A complexidade do mundo corporativo com a possibilidade de manipulação contábil e a discricionariedade da divulgação de informações tornaram o mercado de capitais uma verdadeira teia de ansiedades.

Com os acontecimentos recentes, o tema governança corporativa passa a tomar largas dimensões nos meios acadêmico e empresarial. O problema permite remeter-se a questões comuns já levantadas por diversos economistas e que afligem boa parte das empresas, por exemplo, o conflito de agência. O conflito de agência, estudado já há algum tempo, nada mais é do que desalinhamento de interesses existentes na relação entre acionistas e gestores nas firmas e nos mercados, uma vez que há uma coexistência de maximização de utilidades por parte do acionista e gestor, o que implica afirmar que nem sempre o posicionamento e comportamento do gestor irão representar, necessariamente, a maximização do valor para o acionista.

Além da relação gestor-acionista, o conflito de agência abrange alguns outros confrontos semelhantes entre agente-principal, os quais se destacam: Debenturistas x Gestores, Credores x Gestores, Clientes x Gestores, Governo x Gestores, Comunidade x

Gestores, em que cada uma das partes tem interesses distintos. Nem sempre um comportamento favorável aos clientes, credores e comunidade coincidirá com a maximização dos resultados dos gestores (agentes executivos).

Nesse sentido, de acordo com a CVM (Comissão de Valores Mobiliários), a governança corporativa pode ser entendida como "o conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes envolvidas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital. A análise das práticas de governança corporativa aplicada ao mercado de capitais envolve, principalmente, transparência, equidade no tratamento dos acionistas e prestação de contas".

A boa governança corporativa passou a ser vista pelo investidor como uma garantia de credibilidade da atuação da empresa junto ao mercado. A transparência de informações, a participação mais igualitária de minoritários nas decisões, a responsabilidade social, a preocupação com a geração de valor para o acionista, enfim, todos esses benefícios criam no investidor uma atração para aplicar seus fundos nessa empresa, o que implica uma redução do custo de captação de capital por parte da empresa.

O fenômeno atravessou as fronteiras territoriais de sua origem. Iniciado nos grandes mercados como EUA, Inglaterra, França, Alemanha e Japão, a governança corporativa hoje é bastante presente na realidade brasileira.

O tema ganhou espaço no meio acadêmico: há um expressivo crescimento do número de publicações sobre Governança Corporativa em artigos científicos, congressos e pesquisas em geral, o que revela o interesse dos pesquisadores em conhecer de forma mais profunda os principais mecanismos existentes de governança.

O mesmo comportamento ocorre no meio empresarial. A criação de níveis especiais de governança na BOVESPA (Níveis 01 e 02 e Novo Mercado) e premiações para empresas que adotam modelos excelentes de gestão (PRÊMIO EXAME) revelam a importância dada à governança no mundo dos negócios. O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) solidificou o movimento de Governança no Brasil ao editar o Manual de Boas Práticas de Governança Corporativa e disponibilizá-lo para o mercado.

Ribeiro Neto (2002, p.6) ratifica, afirmando que, no Brasil, essa corrente é mais recente. Começou a partir de 1999, com a criação do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) e do primeiro Código Brasileiro de Melhores Práticas de Governança Corporativa, e vem crescendo significativamente. A reforma da lei das sociedades anônimas em 2001 também promoveu um considerável avanço nos padrões de governança na legislação brasileira, segundo o autor.

## **1.2 Justificativa e problema da pesquisa**

Embora tenha crescido muito o estudo do tema governança corporativa, seus conceitos e definições não são estáticos e definitivos. Na verdade, o constructo governança corporativa está sendo edificado passo a passo por novas pesquisas e investigações. Nesse sentido, a presente pesquisa poderá vir a contribuir com o desenvolvimento do constructo, bem como nas principais condicionantes envolvidas

nas mais diversas formas de governança corporativa. Carlsson<sup>1</sup>, citado por Brandão (2004), afirmou que, enquanto o século XIX ficou conhecido como a era empreendedora e o século XX como a era do gerenciamento, o século XXI ficará conhecido como a era da governança corporativa.

Assim, a pesquisa se justifica à medida que busca estudar um tema que crescentemente tem sido demandado pelos diversos agentes do mercado, sejam eles os investidores, as empresas, os Governos ou a sociedade em geral. A questão da adoção de boas práticas de governança corporativa constitui-se em uma necessidade imperiosa de todas as empresas que desejam ter um bom relacionamento com os diversos *stakeholders* envolvidos e que queiram garantir uma maior longevidade e prosperidade de seus negócios. Mckinsey (2000) quis demonstrar em seu estudo que a adoção de boas práticas de governança corporativa agrega valor para a empresa, aumentando seu desempenho no mercado.

Para isso, é importante delinear quais são os impactos que a adoção de boas práticas de governança corporativa proporciona no desempenho financeiro das empresas, de forma a fomentar a iniciativa de um crescente comprometimento das organizações com essas práticas. Se de fato a adoção de boas práticas de governança corporativa representa um melhor desempenho econômico-financeiro, isso redundará em esforços futuros das empresas a atuarem de forma cada vez mais transparente, socialmente responsável e com um controle de propriedade menos concentrado.

Em se tratando de Governança Corporativa, um dos estudos mais relevantes para o tema foi conduzido pela McKinsey Company (MCKINSEY, 2000). Tal pesquisa teve como objetivo buscar conhecer se os investidores estavam dispostos a pagar mais pelas empresas que adotavam boas práticas de governança corporativa, e qual seria o

---

<sup>1</sup> CARLSSON, Rolf H. *Ownership and value creation: strategic corporate governance in the new economy*. New York: John Wiley and sons, Ltd., 2001.

“prêmio” pago por essa boa governança. O resultado mostrou que mais de 80% dos investidores estavam dispostos a pagar mais por uma empresa que adotasse boas práticas de governança corporativa. O prêmio auferido na pesquisa pelos investidores variou de 18% a 28%, o que sugere a idéia de que a adoção de boas práticas de governança pode trazer um aumento significativo no valor da ação da companhia no mercado. Países como Brasil, Argentina e Venezuela atingiram um prêmio de 24%, ou seja, os investidores pagariam até 24% a mais pelas ações daquelas empresas que adotassem boas práticas de governança corporativa em detrimento daquelas que não as adotassem. Países como Alemanha, França, Espanha, EUA e Suécia apresentaram prêmios não superiores a 15%.

Uma outra pesquisa desenvolvida pelo banco francês Credit Lyonnais (CLSA, 2000) comparou o desempenho de 115 empresas com a sua governança corporativa. O resultado demonstrou que as 30 empresas com melhores práticas de governança corporativa se valorizaram mais substancialmente do que as demais empresas.

Nesse contexto, o problema básico desta pesquisa é buscar elucidar a relação existente entre a adoção de boas práticas de governança corporativa e o desempenho financeiro da empresa, de forma a reduzir, ao máximo, os custos de agência envolvidos nas atividades da empresa, *ceteris paribus*. Nesse sentido, os mecanismos internos de governança delineados são: a estrutura de controle e propriedade; a estrutura e composição do conselho de administração e a transparência com que as empresas se comportam perante os *stakeholders*. Então, a pesquisa buscará mapear estruturas internas de propriedade, controle, composição de seu conselho e transparência envolvida em questão que maximizem positivamente seu lucro.

Definiram-se como principais componentes de estudo aquelas variáveis ligadas ao exercício da boa governança corporativa e definidas pelo IBGC (2005):

transparência, equidade, prestação de contas (*accountability*) e responsabilidade corporativa. Portanto, três perguntas visam estabelecer de forma sintética o problema básico desta pesquisa, a saber:

1. Existe relação entre o desempenho financeiro das companhias brasileiras listadas na BOVESPA e a adoção de boas práticas de governança corporativa (definidas pelo IBGC)?
2. Existe relação entre a volatilidade do preço das ações das companhias brasileiras listadas na BOVESPA e a adoção de boas práticas de governança corporativa (definidas pelo IBGC)?
3. Existe relação entre o valor de mercado das companhias brasileiras listadas na BOVESPA e a adoção de boas práticas de governança corporativa (definidas pelo IBGC)?

### **1.3 Objetivos da pesquisa**

O objetivo geral da pesquisa é avaliar de que forma a adoção de boas práticas de governança corporativa, estabelecidos pelo Código de Boas Práticas de Governança Corporativa do IBGC, impactaram na rentabilidade, volatilidade e no valor de mercado das empresas com ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), entre os anos de 2002 e 2004.

Como objetivos específicos, têm-se:

- validar ou não a relação existente entre o desenvolvimento de boas práticas de governança corporativa e o desempenho financeiro, principalmente no que diz respeito à rentabilidade, volatilidade e valor de mercado da empresa;
- verificar, estatisticamente, a intensidade da relação supracitada, existente nos diversos setores escolhidos na amostra da pesquisa;
- contribuir para a discussão do tema Governança Corporativa, apresentando relatos de bibliografias, pesquisas e estudos já publicados na área, sobretudo aqueles que discutem as questões relativas ao desempenho financeiro das companhias.

#### **1.4 Hipóteses da pesquisa**

Salomon (2001) conceitua a hipótese de pesquisa como a resposta provisória ao problema. Segundo o autor, “como é a ‘solução’ indicada e que precisa ser comprovada pela pesquisa – daí a coleta de dados e sua análise se fazerem em função da(s) hipótese(s) – sua formulação está intimamente relacionada ao problema”. Assim, para cada problema delineado, deverá haver pelo menos uma hipótese.

Diante dos problemas de pesquisa delineados, algumas hipóteses foram construídas visando delimitar o escopo da pesquisa:

*Hipótese 1: Empresas brasileiras que adotam práticas de boa governança corporativa apresentam uma rentabilidade superior àquelas que não adotam.*

Empresas que adotam boas práticas de governança corporativa apresentam um maior compromisso com os diversos *stakeholders* envolvidos, de forma a buscar o máximo de credibilidade, igualdade de controle e, acima de tudo, transparência.

Segundo Silveira *et al* (2004), o fato de uma empresa adotar boas práticas de governança corporativa evidencia uma maior dificuldade de expropriação dos acionistas externos, o que traz, por conseguinte, um melhor desempenho financeiro da companhia (rentabilidade).

*Hipótese 2: Empresas brasileiras que adotam práticas de boa governança corporativa apresentam uma volatilidade menor, ou seja, estão menos sujeitas aos riscos de mercado do que aquelas que não adotam.*

Rogers & Ribeiro (2004, p.15), em seu estudo sobre a correlação entre a governança corporativa e o Risco Brasil, concluem:

as boas práticas de governança corporativa medidas pelo IGC trazem menor sensibilidade às variações do Risco Brasil: a correlação maior do IBOVESPA com o Risco Brasil em relação à correlação do IGC com o Risco Brasil mostra que o IBOVESPA é mais influenciado aos determinantes do Risco Brasil do que o IGC.

Essa conclusão evidencia que a adoção de boas práticas de governança corporativa tende a tornar a empresa mais robusta ante os riscos não-diversificáveis do mercado.

Ao adotar boas práticas de governança corporativa, a empresa apresenta mecanismos mais transparentes de gestão e controle, além de se preocupar de forma

mais específica com a satisfação dos diversos *stakeholders* envolvidos. Assim, é aceitável a idéia de que a empresa esteja menos propensa a instabilidades oriundas do mercado, até por transmitir aos investidores maior credibilidade, inibindo os efeitos especulativos do mercado de uma forma geral e evitando políticas discricionárias perante os investidores e acionistas.

*Hipótese 3: Empresas brasileiras que adotam boas práticas de governança corporativa apresentam um valor de mercado superior àquelas que não adotam.*

Silveira (2002), em sua pesquisa, buscou avaliar a relação entre governança corporativa, valor da empresa e desempenho. Entre suas conclusões, o autor diz que:

De maneira geral, as variáveis de valor tiveram relação mais forte com as de governança do que as variáveis de desempenho, sugerindo que a estrutura de governança afeta mais a percepção dos investidores e sua conseqüente avaliação de mercado do que o desempenho financeiro resultante das operações da companhia (p.133).

O fato de a empresa adotar boas práticas de governança corporativa transmite maior segurança, tranquilidade e credibilidade ao investidor. Assim, essas empresas seriam mais demandadas pelos investidores, o que implicaria o aumento do preço unitário da ação e, conseqüentemente, o valor de mercado da mesma.

## **1.5 Estrutura do trabalho**

O capítulo 2 deste trabalho apresenta o referencial teórico utilizado na construção da pesquisa. As seções 2.1 e 2.2 apresentam respectivamente a origem da Governança Corporativa no mundo e a trajetória desse movimento no Brasil. No item 2.3, são apresentadas as principais premissas teóricas de Governança Corporativa, destacando-se o Conflito de Agência e a Teoria dos Custos de Transação. Também nesse item, são apresentados vários conceitos de Governança Corporativa.

Finalmente no item 2.5, foram incluídos os principais mecanismos de exercício da governança corporativa relativos às questões de estrutura de propriedade, estrutura do Conselho de Administração e transparência, além de relacionar a Governança Corporativa com o desempenho organizacional.

O capítulo 3 trata da metodologia da pesquisa e discute os aspectos relativos ao método utilizado, à coleta e ao tratamento estatístico dos dados.

O capítulo 4 contém as principais análises e resultados da pesquisa. O capítulo seguinte apresenta as conclusões do estudo, bem como as considerações finais quanto às principais limitações da pesquisa e sugestões de futuras pesquisas.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

### 2.1 A origem da Governança Corporativa no mundo

O movimento de Governança Corporativa começou a ganhar expressividade inicialmente nos EUA, por volta dos anos 80. Segundo Carlsson<sup>2</sup>, citado por Brandão (2004):

Durante os anos noventa, o termo governança corporativa tornou-se de uso comum, não apenas nas comunidades de negócios e financeiras, mas também junto ao grande público. Como tantas outras novas idéias, tendências e modismos, a governança corporativa surgiu na Califórnia. [...] A partir da Califórnia, tornou-se mais do que apenas um fenômeno americano. Difundiu-se por todo o mundo - especialmente em meados dos anos noventa (p.43).

Dentre os eventos que despertaram o início do movimento para a governança corporativa, o mais famoso e conhecido foi o escândalo da TEXACO, em que a recompra de ações com ágio para evitar a aquisição por parte de acionistas minoritários gerou revolta e insatisfação dos investidores institucionais localizados nos EUA. Era a grande onda de *takeovers*<sup>3</sup> que dominava o mercado.

Hamilton (2004, p.17-20) destaca três fases responsáveis pelo surgimento da governança corporativa nos EUA:

---

<sup>2</sup> CARLSSON, Rolf H. *Ownership and value creation: strategic corporate governance in the new economy*. New York: John Wiley and sons, Ltd., 2001.

<sup>3</sup> *Takeover* pode ser entendido como um mecanismo em que os administradores tomam decisões visando atingir benefícios próprios, aproveitando-se da premissa de que os interesses entre acionistas e administradores nunca estarão totalmente alinhados. Segundo Hamilton (2004), as formas mais comuns de atuação eram ofertas de dinheiro (*cash tender offer*) e aquisições alavancadas (*leveraged buyout*).

1. Nos anos 70, os escândalos da era Nixon e a denúncia que havia corrupção entre empresas e Governo na prospecção de financiamentos estimularam diversas intervenções que buscaram disciplinar e autuar práticas ilegais no mercado.
2. No entanto, apesar disso, o início dos anos 80 foram marcados pelo desenvolvimento de *takeovers*. Conseqüentemente, a onda de *takeovers* provocou uma melhoria significativa nas administrações das empresas que ficaram preocupadas com possíveis perdas de controle. Essa precaução fez com que o movimento perdesse força ao final da década.
3. A partir dos anos 90, surgiram propostas de melhoria das práticas de governança corporativa que, no decorrer dos anos, foram sendo aprimoradas e aplicadas nas organizações.

Outros eventos mais recentes, como os escândalos da *Enron Corporation* e a *WorldCom*, funcionaram como impulsionadores do movimento no início do milênio. Os escândalos geraram uma maior intervenção do Estado americano na economia, que rapidamente aplicou mecanismos legais mais rígidos, visando resgatar a credibilidade junto ao mercado. A *Folha de São Paulo*, em reportagem no dia 27/02/2002, elencou os principais escândalos corporativos recentes, demonstrados no Quadro 1:

<p><b>WorldCom</b> Nos últimos cinco trimestres, a segunda maior companhia de serviços de telecomunicações dos EUA contabilizou, como investimentos, gastos que eram despesas. Com isso, transformou em lucros os prejuízos que, na verdade, tiveram no período, envolvendo o montante de US\$3,8 bilhões.</p>	<p><b>Computer Associates</b> A SEC investiga o sistema de premiação, após Charles Wang, fundador, e mais dois executivos terem recebido US\$1 bilhão em ações, dias antes de lançarem um aviso de redução na projeção de lucros.</p>	<p><b>AOL</b> O provedor americano de internet usou práticas contábeis "estranhas" para inflar suas receitas de 2000 a 2002 em US\$270,1 milhões. Um exemplo foi contabilizar como receita sua venda de anúncios em nome da empresa de leilões virtuais eBay.</p>
<p><b>Qwest</b> A número 4 em telefonia local nos EUA anunciou estar sendo investigada por promotores públicos. A SEC já investigava erros na descrição de ativos no balanço.</p>	<p><b>Xerox</b> A empresa vai reclassificar um valor computado como venda de equipamentos de 1997 a 2001. A classificação anterior rendeu multa de US\$ 10 milhões dada pela SEC que foi paga.</p>	<p><b>Merck</b> A gigante farmacêutica é acusada de, desde 1999, contabilizar no faturamento de sua subsidiária Medco receita de US\$12,4 bilhões que, na verdade, nunca foi recebida.</p>
<p><b>Duke Energy</b> Admite ter encenado negociações, vendendo e comprando energia ao mesmo tempo pelo mesmo preço com outra empresa.</p>	<p><b>Dynergy</b> Fez projeto em que combinou com parceiros a elevação nos valores de contratos de compra de gás que inflaram artificialmente seus ativos.</p>	<p><b>Adelphia</b> Está sendo investigada pelo sumiço de US\$1,3 bilhão do balanço, em empréstimos feitos em partes para seu fundador John Rigas.</p>
<p><b>Global Crossing</b> Investigação sobre a capacidade de cumprimento de contratos a longo prazo</p>	<p><b>ImClone Systems</b> Ex-executivo chefe foi preso, acusado de ter usado informação privilegiada para negociar ações em Bolsa.</p>	<p><b>Tyco International</b> Executivos teriam usado dinheiro da empresa para comprar imóveis e outros bens pessoais.</p>
<p><b>Rite Aid</b> Foi acusada de elevação artificial de lucros e de ter fraudado acionistas.</p>	<p><b>Network Associates</b> Investigada sob suspeita de ter alterado balanço.</p>	<p><b>Peregrine Systems</b> Durante três anos seguidos, errou ao reportar seus ganhos no balanço da companhia.</p>
<p><b>Kmart</b> Suas diretrizes contábeis estão sendo investigadas.</p>	<p><b>Enterasys</b> Políticas contábeis sob suspeita.</p>	<p><b>Lucent</b> Teve de rever para baixo o faturamento de 2000.</p>
<p><b>Bristol-Myers</b> Está sendo investigada por inflar o faturamento em US\$ 1 bilhão, em 2000.</p>	<p><b>ENRON</b> Desvio de mais de US\$ 1 bilhão por alguns de seus executivos e acobertamento de fraudes contábeis em parceria com uma prestigiada empresa de auditoria (Arthur Andersen).</p>	<p><b>Parmalat</b> A multinacional italiana sobrevalorizava seus bens de forma a obter lucros contábeis maiores que os reais, objetivando aumentar o crédito junto aos bancos e investidores. O esquema foi descoberto em 2003 com a incapacidade de pagamento de alguns empréstimos.</p>
<p><b>Royal Ahold</b> Em 2003, a empresa divulgou a descoberta de irregularidades (lucros inflados de US\$ 500 milhões) e má conduta dos administradores.</p>		

**Quadro 1 - Recentes escândalos corporativos**

**Fonte: FOLHA DE SÃO PAULO, 21/07/2002, p. B9 (Atualizada pelo autor).**

O movimento de governança corporativa se espalhou para a Europa principalmente para a Inglaterra, França e Alemanha, além de Japão, Canadá e para os países em desenvolvimento.

Na Inglaterra, segundo Lodi<sup>4</sup>, citado por Neto (2002, p.16):

Os problemas relacionados à gestão das companhias ganharam destaque a partir da década de 1980, devido à existência do clube dos conselheiros, o *old boy networks*. Nesta associação, os membros participavam em empresas uns dos outros, criando uma relação de promiscuidade que dificultava a fiscalização e a participação de minoritários.

O modelo de governança corporativa inglês apresenta grande semelhança com o modelo verificado nos Estados Unidos, diferindo especificamente no que diz respeito à presidência do Conselho de Administração que, neste último, é exercida por um executivo.

Já na França, a publicação do Relatório Vienot, em 1995, alavancou os principais ideais de governança corporativa no país. O documento contemplava aspectos que abordavam a transparência pública para a remuneração dos diretores e conselheiros, a limitação de ocupação de cargos em Conselhos por parte dos conselheiros, além da criação de comitês de remuneração e auditoria e a eleição de conselheiros independentes.

A exemplo do que seria instalado no Brasil, na Alemanha, a criação de mercados diferenciados para empresas que adotassem boas práticas de governança corporativa foi o principal catalisador na difusão do movimento entre os alemães. O *Neuer Markt*, segundo Neto (2002, p.18), “surgiu como uma reação da Bolsa alemã à enorme concentração do mercado principal: 70% do volume negociado era composto por apenas dez ações. [...] Com o sucesso, todos passaram a se interessar pelo mercado”. Embora

---

<sup>4</sup> LODI, J.B. *Governança Corporativa – O Governo da Empresa e o Conselho de Administração*. Rio de Janeiro: Editora Campus, 2000.

esses mercados especiais presentes, principalmente na Alemanha, Itália, França e Suíça não operem de maneira significativa atualmente, os mesmos representaram um marco importante no desenvolvimento de boas práticas de governança corporativa (NETO, 2002).

Andrade & Rosseti (2004, p.77) complementam:

a proposição de códigos de boas práticas de governança acelerou-se a partir de 1999, provavelmente pela ampla aceitação dos princípios sugeridos pela OCDE, que foi reforçada pela multidisciplinaridade de fatores, internos e externos, que passaram a exigir novos modelos corporativos de gestão. Até 1998, oito países, por canais institucionais, propuseram códigos de governança. De 1999 a 2003, foram mais de 30.

## **2.2 A origem da Governança Corporativa no Brasil**

No Brasil, o movimento de governança corporativa esboçou um avanço no ano de 2001, em que o Governo estabeleceu a reforma da Lei das S/A's objetivando aperfeiçoar a proteção dos direitos de acionistas minoritários. Silveira (2004, p. 35-36) destaca que as principais mudanças favoráveis foram as apontadas a seguir.

- A obrigatoriedade de oferta única de aquisição de ações pelo valor econômico aos ordinaristas minoritários, em caso de: cancelamento do registro de companhia aberta, elevação da participação acionária à porcentagem que impeça a liquidez de mercado das ações remanescentes, ou em caso de fusão ou aquisição.
- A obrigatoriedade do adquirente do controle de companhia aberta realizar oferta pública de aquisição das ações ordinárias dos demais acionistas da companhia, em caso de alienação direta ou indireta de

controle, sendo assegurado a estes acionistas minoritários preço equivalente a no mínimo 80% do valor pago pelo adquirente pelas ações representativas do bloco de controle.

- O direito dos preferencialistas elegerem um membro para o Conselho de Administração, desde que representem, no mínimo, 10% (dez por cento) do capital social da companhia.
- O direito dos acionistas minoritários elegerem um membro para o Conselho de Administração, desde que representem, no mínimo, 15% (quinze por cento) do total das ações com direito a voto.
- A possibilidade de participação no Conselho de Administração de representantes dos empregados, facultada a decisão à empresa.
- A limitação da emissão de ações preferenciais a 50% do total de ações emitidas, ao invés dos 67% anteriores, para as sociedades anônimas instituídas após a publicação da lei.
- O fortalecimento da Comissão e Valores Mobiliários (CVM), concedendo ao órgão maior independência funcional e financeira.
- A possibilidade do estatuto social prever a arbitragem como mecanismo de solução das divergências entre os acionistas e a companhia, ou entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários, propiciando uma forma mais rápida para resolução de conflitos.

Segundo dados do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC (2005) – a governança corporativa vem avançando no Brasil devido principalmente: aos processos de privatizações; fusões e aquisições; necessidades de financiamento; a

intensificação dos investimentos de fundos de pensão e a postura mais ativa de atuação dos investidores institucionais nacionais e internacionais.

Aliado a isso, em 2002, surgiram os mercados diferenciados na BOVESPA, níveis 01 e 02 de governança corporativa e, posteriormente, o Novo Mercado, em que as empresas que atingissem alguns requisitos de boas práticas de governança estariam aptas a aderir ao seleto grupo de empresas listadas na Bolsa brasileira.

As regras referentes aos níveis 1 e 2 e o Novo Mercado da BOVESPA estão consolidadas em um Regulamento de Listagem<sup>5</sup>, cuja adesão é voluntária. Os compromissos assumidos pela companhia, seus controladores e seus administradores são firmados em contrato entre essas partes e a BOVESPA.

As Companhias listadas no nível 01 de governança se comprometem, principalmente, com melhorias na prestação de informações ao mercado e com a dispersão de controle acionário. Assim, as principais práticas agrupadas neste nível são:

- manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% do capital;
- realização de ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital;
- melhoria nas informações prestadas trimestralmente, entre as quais a exigência de consolidação e de revisão especial;
- informar negociações de ativos e derivativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa;
- divulgação de acordos de acionistas e programas de *stock options*;
- disponibilização de um calendário anual de eventos corporativos;
- apresentação das demonstrações do fluxo de caixa.

---

<sup>5</sup> Há expectativas no mercado de alteração do conteúdo do Regulamento de Listagem em 2006.

Já para o Nível 02, além do cumprimento das especificações contidas no Nível 01, a empresa deve atender a outras exigências, como:

- existência de um Conselho de Administração com mínimo de cinco membros e mandato unificado de um ano;
- disponibilização de balanço anual seguindo as normas do US GAAP ou IAS;
- extensão para todos os acionistas detentores de ações ordinárias das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia e de, no mínimo, 70% deste valor para os detentores de ações preferenciais;
- direito de voto às ações preferenciais em algumas matérias, como transformação, incorporação, cisão e fusão da companhia e aprovação de contratos entre a companhia e empresas do mesmo grupo;
- obrigatoriedade de realização de uma oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação neste Nível;
- adesão à Câmara de Arbitragem para resolução de conflitos societários.

Além destes 02 níveis descritos acima, a BOVESPA (2005) criou ainda o Novo Mercado, que é:

Um segmento de listagem destinado à negociação de ações emitidas por empresas que se comprometem, voluntariamente, com a adoção de práticas de governança corporativa e disclosure adicionais em relação ao que é exigido pela legislação. A valorização e a liquidez das ações de um mercado são influenciadas positivamente pelo grau de segurança que os direitos concedidos aos acionistas oferecem e pela qualidade das informações

prestadas pelas empresas. Essa é a premissa básica do Novo Mercado. A entrada de uma empresa no Novo Mercado significa a adesão a um conjunto de regras societárias, genericamente chamadas de 'boas práticas de governança corporativa', mais rígidas do que as presentes na legislação brasileira. Essas regras, consolidadas no Regulamento de Listagem, ampliam os direitos dos acionistas, melhoram a qualidade das informações usualmente prestadas pelas companhias e, ao determinar a resolução dos conflitos por meio de uma Câmara de Arbitragem, oferecem aos investidores a segurança de uma alternativa mais ágil e especializada.<sup>6</sup>

Além dos requisitos exigidos nos níveis 1 e 2, os seguintes requisitos ainda são necessários para o ingresso no Novo Mercado:

- extensão para todos os acionistas das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia;
- obrigatoriedade de realização de uma oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação no Novo Mercado.

Uma outra evidência forte do crescimento do movimento de governança no Brasil foi a criação do Plano Diretor do Mercado de Capitais em 2002, por um grupo de associações e institutos ligados ao mercado de capitais. O Plano trouxe como objetivo o fortalecimento do mercado de capitais. Como fatores últimos, percebem-se a criação de códigos e normas de conduta de órgãos ligados ao mercado de capitais, por exemplo, a CVM e o IBGC, em que estimulam as empresas a adotarem práticas de boa governança corporativa como forma de robustecer e desenvolver o mercado financeiro brasileiro.

---

<sup>6</sup> Disponível em: [www.bovespa.com.br](http://www.bovespa.com.br). Acesso em: agosto de 2005.

## **2.3 Governança Corporativa: considerações iniciais e premissas teóricas**

### *2.3.1 Considerações iniciais*

A discussão sobre a governança corporativa, no modelo financeiro, envolve em especial as questões pertinentes à relação entre administradores e acionistas-proprietários. A bibliografia revela que a principal função do administrador é a de maximizar o valor para o acionista. Apesar dos executivos serem contratados para tomar decisões no sentido de maximizar a riqueza dos acionistas, eles muitas vezes tomam decisões que otimizam sua utilidade pessoal, esquecendo-se de sua função original na companhia. Esse dilema de gestão ficou conhecido como o problema de agência.

Nesse sentido, o presente embasamento teórico pretende apresentar os principais conceitos envolvidos na governança corporativa e suas principais premissas teóricas, dentre as quais se destaca o problema de agência. Ademais, é apresentado um pequeno histórico do surgimento do movimento de governança corporativa no mundo e, em seguida, no Brasil. Por fim, enfoca-se o modelo de governança corporativa mais aplicável à natureza da pesquisa, o modelo financeiro.

### *2.3.2 O problema de agência dos gestores*

Um pilar teórico fundamental para compreensão da governança corporativa é o que relaciona inicialmente a teoria da agência ou também conhecido como o problema de agência. Essa teoria busca explicar a relação entre dois ou mais indivíduos. Jensen &

Meckling (1976, p.308) definem uma relação de agência como um "contrato em que uma ou mais pessoas (o principal) emprega uma outra pessoa (o agente) para realizar algum serviço ou trabalho em seu favor, envolvendo a delegação de alguma autoridade de decisão para o seu agente”.

O Quadro 2 enumera as mais importantes relações entre principal e agente:

RELAÇÃO PRINCIPAL – AGENTE	O QUE O PRINCIPAL ESPERA DO AGENTE?
Acionistas – Gerentes	Os acionistas esperam que os gerentes maximizem a sua riqueza (valor das ações).
Debenturistas – Gerentes	Os debenturistas esperam que os gerentes maximizem o seu retorno.
Credores – Gerentes	Os credores esperam que os gerentes assegurem o cumprimento de contratos de financiamento.
Clientes – Gerentes	Os clientes esperam que os gerentes assegurem a entrega de produtos, com maior qualidade, menor tempo, maior serviço e menor custo.
Governo – Gerentes	O governo espera que os gerentes assegurem o cumprimento das obrigações fiscais, trabalhistas e previdenciárias da empresa.
Comunidade – Gerentes	A comunidade espera que os gerentes assegurem a preservação dos interesses comunitários, cultura, valores, meio ambiente, etc.
Acionistas – Auditores Externos	Os acionistas esperam que os auditores externos atestem a validade das demonstrações contábeis, tendo como foco a rentabilidade e a eficiência.
Credores – Auditores Externos	Os credores esperam que os auditores externos atestem a validade das demonstrações contábeis, tendo como foco a liquidez e o endividamento.
Gerentes – Auditores Internos	Os gerentes esperam que os auditores internos avaliem as operações sob a ótica de sua eficiência e eficácia, gerando recomendações que agreguem valor.
Gerentes – Empregados	Os gerentes esperam que os empregados trabalhem com o melhor de seus esforços, atendendo todas as expectativas.
Gerentes - Fornecedores	Os gerentes esperam que os fornecedores supram todas as suas necessidades de matérias no momento necessário e nas quantidades requisitadas.
Dono de Imóvel – Corretor de Imóvel	O dono de um imóvel espera que o corretor do mesmo busque a melhor alternativa de compra.
Investidor em Fundo – Administrador de Fundo	O investidor em fundo espera que o administrador do mesmo gerencie seu investimento e obtenha o melhor retorno.

**Quadro 2 - Exemplos de relação principal x agente nos conflitos de agência**

Fonte: NOSSA, Kassai e Kassai, 2000, p. 3-4 (Adaptado pelo autor).

O principal problema envolvendo o relacionamento agente-principal diz respeito à maximização de suas utilidades pessoais, ou seja, nunca a maximização de utilidade do agente será a mesma do principal e vice-versa. Dalmácio & Nossa (2003) retratam a relação entre gestores e acionistas:

A princípio, os gestores da empresa deveriam buscar a maximização da riqueza dos acionistas, mas nem sempre os ganhos para o gestor estão diretamente relacionados com o valor da empresa. Portanto, as decisões que maximizam a riqueza do acionista não necessariamente aumentam os ganhos dos executivos, isto significa dizer que, ao delegar poder aos executivos, os proprietários podem estar perdendo parte de sua riqueza (p.4-5).

Daí, de forma a tentar minimizar essas perdas, surgem os custos de agência (*Agency Costs*), que são aqueles custos necessários para que o principal faça cumprir ao máximo suas exigências aos agentes.

Nesse contexto, o problema de agência é um elemento essencial da chamada visão contratual da firma, desenvolvida principalmente por Coase (1937). Em seu trabalho "*The nature of firm*", Coase (1937) destaca que, nas transações do mercado, existem os custos decorrentes de busca de preços, custos de negociação e de fechamento de contrato. Ao conjunto desses custos, denominou-se de custos de transação. O próprio ato de agenciar uma gestão é para Coase (1937) evidência clara de que existe um custo associado a tal prática.

Sob a visão contratual de Coase (1937), os contratos pactuados entre executivos e acionistas não podem ser completos e integralmente prescritivos. Para Jensen (2001, p.33), "é claro que, dada a ocorrência de eventos inesperados, nem todos os contratos, sejam eles explícitos ou implícitos, podem ser cumpridos".

Zingales, citado por Okimura (2003, p.36), complementa afirmando que a governança não seria necessária se as contingências futuras pudessem ser previstas *ex ante* nos contratos.

Para Jensen & Meckling (1976), os principais custos de agência são os custos de elaboração de contratos, despesas de monitoramento das atividades dos agentes e os gastos realizados pelos próprios agentes. Os autores incluem também, como gasto, as próprias perdas residuais resultantes do desalinhamento entre os interesses do agente e do principal.

Portanto, o conflito de agência se solidifica à medida que se torna impossível a elaboração de contratos perfeitos que consigam prever todas as ações e comportamentos dos agentes. Shleifer & Vishny (1997) ressaltam que os contratos formais e os acordos informais, para tornarem-se eficientes, devem ser unívocos e devem coibir as práticas discricionárias por parte dos agentes, o que se torna ainda mais difícil em fundos com grande número de investidores (pulverizados).

Além do conflito entre gestores e acionistas, a presença numerosa de acionistas gera um conflito de agência entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários, em que alguns privilégios são geralmente concedidos somente a acionistas controladores.

Uma pesquisa recente da McKinsey & Korn/Ferry (2001) <sup>7</sup> demonstrou que cerca de 85% do capital acionário das empresas brasileiras pesquisadas está concentrado em, no máximo, três acionistas. Isso significa dizer que os interesses dos acionistas minoritários são relativamente ignorados:

---

<sup>7</sup> A McKinsey e Korn/Ferry entrevistaram 74 empresas brasileiras com faturamento anual superior a R\$ 250 milhões.

Como consequência da estrutura de propriedade, não é muito comum que os interesses dos acionistas minoritários sejam levados em consideração pelos acionistas majoritários ou controladores. Dos conselheiros que responderam ao questionário, 27% disseram que suas empresas consideram esporadicamente os interesses dos acionistas minoritários ou os ignoram (p.10).

### 2.3.3 A economia dos custos de transação

Para Williamson (1985), a redução dos custos de transação é fundamental para o aperfeiçoamento das transações no mercado:

Como sugere o termo, a economia dos custos de transação econômica centra a atenção nas transações e nos esforços de economizar que se realizam na organização correspondente. Ocorre uma transação quando se transfere um bem ou um serviço através de uma interface tecnologicamente separável. Termina uma etapa da atividade e se inicia outra. Com uma interface que funcione bem, como no caso de uma máquina que funcione bem, estas transferências ocorrem suavemente (p.13).

Para o autor, além dos custos *ex ante* dos contratos expostos por Coase (1937), há também os custos *ex post*, que são os custos posteriores ao fechamento do contrato, por exemplo, custos de má adaptação, custos de barganha, custos associados ao estabelecimento da estrutura de governança e custos que envolvem a garantia de efetividade do acordo firmado entre as organizações.

Outra grande contribuição de Williamson (1985) foi delinear e estudar as variáveis que influenciavam a natureza das transações e o comportamento dos agentes. Dentre as variáveis, destacam-se a racionalidade limitada, a especificidade do ativo e o oportunismo dos agentes. Ao mapear as possibilidades relativas às variáveis citadas acima, o autor busca alternativas para reduzir ao máximo os custos de transação envolvidos e garantir uma maior eficiência econômica dos mercados.

Williamson (1985, p.31), ao discutir os determinantes para o processo de produção, elabora quatro hipóteses.

Uma primeira hipótese refere-se à ausência da racionalidade ilimitada dos agentes, bem como a existência do oportunismo e ativos específicos nas transações. Para essa configuração, os contratos deveriam se pautar no planejamento.

Uma segunda hipótese seria o de haver racionalidade limitada e ativos específicos, porém sem oportunismo dos agentes. Para esse caso, o contrato simplesmente já seria o minimizador de custos de transação.

Uma terceira configuração seria a presença da racionalidade limitada e do oportunismo, porém com ativos não-específicos. Nesta hipótese, o próprio processo de concorrência deve permear o mercado, ou seja, já que os ativos são comuns e existe oportunismo dos agentes, o próprio mecanismo de concorrência já minimizaria os custos de transação.

A última hipótese e mais comumente encontrada seria a presença da racionalidade limitada dos agentes, bem como do oportunismo e de ativos específicos. Neste caso, os mecanismos de governança trabalham como ferramentas para a redução dos custos de transação. Ao se transacionar em um mercado permeado de incertezas e imprevisibilidade (racionalidade limitada), com agentes oportunistas e ativos específicos, os gastos que as empresas terão para adquirir informações, previsões, tecnologias serão muito mais elevados, onerando assim os custos de transação existentes no mercado.

Somente em condições de certeza e de previsibilidade, bem como da inexistência de oportunismo dos agentes e de especificidade de ativos é que o mercado trabalharia de forma equilibrada e sem falhas.

Relacionando a teoria da agência com a economia dos custos de transação, Okimura (2003) observa:

Enquanto a teoria da agência foca a atenção nos agentes, a economia dos custos de transação tem a atenção voltada para as transações - dessa forma, o interesse da última é alinhar os ativos ou a especificidade dos ativos às transações, enquanto que na teoria da agência o objetivo é alinhar os interesses dos agentes com os do proprietário. Assim, a teoria da agência concentra o foco na determinação *ex-ante* dos custos de agência e os incentivos de alinhamento, e a teoria dos custos de transação se foca nos custos de imperfeição ou adaptação inadequada *ex-post* das transações, sendo que ambas as abordagens empregam a orientação através de contratos incompletos (p.15).

Por fim, Rabelo e Silveira (1999) afirmam que os mecanismos de governança corporativa devem ser trabalhados visando minimizar os custos de agência e, ao mesmo tempo, desenvolver um sistema de governança contratual que minimizasse os custos de transação existentes.

#### *2.3.4 Alguns conceitos recentes de Governança Corporativa*

Segundo a Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), a governança corporativa é definida como o conjunto de relações entre a administração de uma empresa, seu conselho de administração, seus acionistas e outras partes interessadas.

Já para o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), os mecanismos de governança corporativa podem ser evidenciados através das práticas e os relacionamentos entre os mais diversos públicos dentro e fora da empresa com a finalidade de otimizar o desempenho da empresa e facilitar o acesso ao capital.

O termo Governança Corporativa também é usado para abranger os assuntos relativos ao poder de controle e direção de uma empresa, bem como as diferentes formas e esferas de seu exercício e os diversos interesses que, de alguma forma, estão ligados à vida das sociedades comerciais (TURNBULL, 1997).

Shleifer & Vishny (1997) conceituam governança corporativa como um conjunto de restrições que os administradores aplicam sobre si próprios ou que os investidores impõem sobre os administradores, de forma a reduzir a má alocação de recursos *ex-post* e motivar os investidores a aplicarem mais recursos *ex-ante*.

Já para a Comissão de Valores Mobiliários CVM<sup>8</sup>, a governança corporativa é:

O conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes envolvidas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital. A análise das práticas de governança corporativa aplicada ao mercado de capitais envolve, principalmente, transparência, equidade no tratamento dos acionistas e prestação de contas.

Para Silveira (2002), a discussão sobre a governança corporativa envolve a criação de mecanismos internos e externos que assegurem que as decisões corporativas sejam tomadas considerando o interesse dos investidores, de forma a maximizar a probabilidade dos fornecedores de recursos obterem para si o retorno sobre seu investimento. Rabelo & Silveira (1999) corroboram afirmando que a governança corporativa é o sistema por meio do qual se exerce e se monitora o controle nas corporações. “Este sistema está intimamente vinculado à estrutura de propriedade, às características do sistema financeiro, a densidade e profundidade dos mercados de capitais e ao arcabouço legal de cada economia” (p.6).

La Porta *et al* (1999) afirmam que a governança corporativa representa uma série de mecanismos através dos quais os acionistas (*shareholders*) se protegem contra a

---

<sup>8</sup> Disponível em [www.cvm.org.br](http://www.cvm.org.br). Acesso em: agosto de 2005.

expropriação por parte dos diretores (*insiders*). Nesse contexto, a assimetria de informações aparece como um mecanismo de expropriação de riquezas dos acionistas, bem como os conflitos de agência derivados das relações entre acionistas e proprietários.

Por fim, cumpre destacar os cinco princípios elencados pela OCDE que constituem os pilares básicos no desenvolvimento da governança corporativa. A estrutura de governança corporativa deve:

- i. proteger o direito dos acionistas;
- ii. assegurar tratamento equânime a todos os acionistas, inclusive os minoritários.
- iii. reconhecer os direitos das partes interessadas e incentivar a cooperação ativa entre empresas e partes interessadas na criação das riquezas, empregos e na sustentação de empresas economicamente sólidas;
- iv. assegurar a divulgação oportuna e precisa de todos os fatos relevantes referentes à empresa;
- v. garantir a orientação estratégica da empresa, a fiscalização efetiva da diretoria pelo conselho e a prestação de contas do conselho à empresa e aos acionistas.

La Porta *et al* (2000) e Turnbull (1997) buscaram, em seus estudos, classificar a governança corporativa por intermédio de modelos específicos encontrados em diferentes países. Tradicionalmente, a teoria mostra a divisão de dois grandes modelos: o nipo-germânico e o anglo-saxão.

De acordo com Okimura (2003, p.26),

o modelo nipo-germânico é caracterizado pela presença de grandes investidores que possuem uma parcela significativa de ações e a administração normalmente está sob maior monitoramento. Os grandes investidores podem ser bancos, outras instituições financeiras ou uma outra empresa, além de estruturas familiares. A existência de estruturas piramidais e de propriedade cruzada normalmente existe em larga escala, levando muitas vezes os grandes acionistas a votarem em nome dos minoritários.

Já o modelo anglo-saxão tem como característica principal a dispersão de propriedade, existindo um número muito elevado de acionistas com baixo poder de propriedade. Os interesses dos acionistas nesse modelo são protegidos por um mercado acionário com alta liquidez, alta necessidade de transparência das informações e destaque para a participação do acionista minoritário nas decisões.

Turnbull (1997, p. 180) afirma que “a governança corporativa descreve todas as influências que afetam os processos institucionais, incluindo aquelas para indicação dos controladores e/ou reguladores, envolvidos na organização da produção e venda de bens e serviços”. Turnbull (1997), em trabalho de revisão da literatura sobre governança corporativa nos EUA, identifica quatro modelos de controle de governança corporativa, a saber:

1. O modelo financeiro, segundo o qual o problema central da governança corporativa está em construir regras e incentivos através de contratos implícitos e explícitos, para efetivamente alinhar o comportamento de administradores (agentes) com os desejos dos principais (proprietários).

2. O modelo do gerente (*stewardship*), segundo o qual, os administradores são gerentes competentes das corporações e trabalham para atingir altos níveis de rentabilidade das companhias e retorno para os acionistas.

3. O modelo do *stakeholders*, em que sugere que a meta dos diretores e administradores seja a maximização da criação de riqueza total pela firma e a chave para se alcançar, isto é, escutar e dar poder a quem tem uma participação ou controle

crítico na firma, especialmente seus insumos (especificamente capital humano) e alinhar os interesses desses *stakeholders* críticos com o interesse dos acionistas passivos.

4. O modelo político, que reconhece que a alocação do poder sobre a companhia, privilégios e lucros entre proprietários, administradores e outros públicos envolvidos é determinada pelo modo como os governantes favorecem os diversos níveis existentes na sociedade em geral.

Este trabalho destaca o modelo financeiro, tendo em vista que o estudo busca relacionar as questões da governança corporativa que impactam diretamente no desempenho organizacional das empresas.

## **2.4 Mecanismos de Governança Corporativa**

Jensen (1993) afirma em seu trabalho que os mecanismos de governança corporativa podem ser influenciados sob quatro aspectos, sempre no sentido de tentar minimizar os custos de agência. São eles:

- a) a influência do ambiente legal, político e regulatório;
- b) a influência do mercado de capitais, de fusões e aquisições;
- c) a influência dos concorrentes e das leis de mercado;
- d) a influência dos mecanismos internos de governança corporativa.

No que diz respeito à influência do ambiente legal, político e regulatório, juntamente com a influência do mercado de capitais, o autor defende que uma

regulamentação eficiente nessas esferas pode minimizar as dissonâncias entre os acionistas e gestores à medida que especifica quais os direitos, deveres e obrigações das partes. O mercado pode determinar, através da concorrência e de sua própria dinâmica, as práticas aceitáveis na relação acionista x gestor:

Enquanto que os fatores de mercado e seus desdobramentos são lentos como uma força de controle, sua disciplina é inevitável – empresas que não produzirem o que seus clientes desejarem com preços competitivos, não estão se propondo a sobreviver no mercado (JENSEN, 1993, p.850, tradução nossa).

Além disso, La Porta *et al* (1997, 1998) em seus estudos, concluem que os mecanismos regulatórios existentes no ambiente legal, político e do mercado de capitais influenciam na composição da estrutura de propriedade das empresas de cada país, uma vez que inibe ou favorece a presença de expropriação por parte dos acionistas controladores e gestores, protegendo ou não os investidores.

De acordo com o Código de Boas Práticas de Governança Corporativa elaborado pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), os princípios básicos da Governança Corporativa envolvem questões relativas à transparência, equidade, prestação de contas (*accountability*) e Responsabilidade Corporativa. Nesta pesquisa, optou-se por estudar três grandes mecanismos de Governança interna, a saber: a estrutura de propriedade, a estrutura do Conselho de Administração e a transparência como pilares da avaliação do desempenho financeiro das corporações analisadas, bem como seu valor de mercado e volatilidade.

#### 2.4.1 -- A Governança Corporativa e a Estrutura de Propriedade

A estrutura de propriedade envolve basicamente a questão do controle acionário da empresa. Berle & Means (1932), em seu estudo sobre o modelo existente nas empresas americanas, concluem que a estrutura de propriedade existente nos EUA é a prevalência de empresas de capital aberto com propriedades diluídas entre muitos pequenos acionistas minoritários, ou seja, a estrutura é difusa e pulverizada, o que reforça a existência do modelo anglo-saxão. Já no modelo nipo-germânico, o oposto acontece: a estrutura é concentrada em poucos acionistas.

Muitos autores defendem a idéia de que quanto mais concentrada a propriedade, mais eficiente o controle, uma vez que o monitoramento dos administradores é mais eficiente (JENSEN & MECKLING, 1976).

Silva (2003, p.40) conclui que nos países com sistemas legais que podem garantir aos credores e acionistas minoritários um maior grau de proteção contra a expropriação, há corporações que se encaixam no modelo de Berle e Means. Nos países em que a proteção é menos significativa, observa-se uma maior concentração do controle das empresas. O maior desafio da governança corporativa é, então, restringir as possibilidades de expropriação dos minoritários na maioria dos países.

La Porta *et al* (2002), ao estudar a influência que a proteção legal exerce sobre os minoritários em empresas de 27 países concluem que:

Os resultados em geral confirmam as premissas teóricas de que a fraca proteção legal é penalizada com valorizações menores, e a alta propriedade sobre os fluxos de caixa pelos acionistas controladores aumentam a valorização, especialmente naqueles países cuja proteção legal é fraca. (p.1168, tradução nossa).

[...]essa evidência indiretamente ressalta a preocupação existente quanto à expropriação dos acionistas minoritários em relação aos acionistas

controladores no que diz respeito ao papel da legislação em limitar o ato da expropriação”. (p. 1169, tradução nossa),

Lemmon e Lins (2002) buscaram avaliar, em seu estudo, o efeito que a estrutura de propriedade exerceu nas empresas asiáticas durante a Crise Asiática de 1997. Os autores concluíram que, durante a crise, as empresas que apresentavam uma maior expropriação dos acionistas minoritários por parte dos controladores apresentaram quedas mais acentuadas de desempenho do que as demais empresas. Assim, Lemmon e Lins (2002) sugerem que a estrutura de propriedade torna-se um importante fundamento no processo de expropriação dos minoritários por parte dos controladores, durante momentos de crise. Para eles, empresas cujos direitos de propriedade e controle são intensamente dissociados estão mais propícias à expropriação em tempos de crise (declínio de oportunidades de investimento).

Lins (2002) pesquisou cerca de 1.400 empresas em 18 mercados emergentes. Uma primeira conclusão do autor é que, em países emergentes, o excesso de controle apresentou correlação negativa com o valor da firma (Q de Tobin), ou seja, quanto maior o excesso de controle, menor o valor da empresa no mercado. Além disso, o autor complementa (p.181): “Quando os gestores apresentam direito de controle que excede à sua participação da propriedade, os valores da firma são significativamente menores em empresas com baixa proteção legal aos acionistas” (tradução nossa).

Gompers *et al* (2001) por sua vez, criaram o índice de Governança “G” para 1500 empresas estudadas, contendo as principais características de governança quanto à estrutura de controle e propriedade e encontraram correlação positiva entre o índice “G”<sup>9</sup> e o desempenho financeiro (*stock returns*).

---

<sup>9</sup> Significa dizer que, quanto maior o índice, melhores práticas de boa governança corporativa a empresa adota.

Aldrich & Neto (2004) realizou uma importante contribuição ao estudo da estrutura de propriedade das empresas brasileiras em 2001. O estudo buscou estimar o desvio entre o direito de voto e o direito de *cash-flow* do acionista majoritário das empresas de capital aberto que publicaram suas informações junto à CVM, no ano de 2001. Dentre as conclusões do autor, destacam-se (p.19):

- a) Os desvios entre direitos de voto e direitos de fluxo de caixa do acionista majoritário último ocorrem em 80,56% das empresas examinadas, ou seja, há excesso de controle de votos.
- b) Há um acionista controlador último com mais de 50% das ações votantes em quase 84% das empresas.
- c) Os acordos de acionistas controlam, na média, 84% dos direitos de voto nas empresas em que há esses acordos, constituindo um importante mecanismo de concentrar controle.
- d) As ações preferenciais sem direito a voto, emitidas por 66,94% das empresas da amostra, e o recurso a esquemas-pirâmide<sup>10</sup>, utilizado por 68,11% delas, reforçam a concentração do controle e ampliam os desvios de direitos.

O autor traz o seguinte desfecho (p.19-20):

À luz do que foi exposto, fica claro que essa fragilidade legal na proteção dos minoritários provém em grande parte do amplo escopo para procedimentos que fomentam a discrepância entre a fração do capital que eles detêm e seu poder de voto na empresa, podendo-se especular que aí reside um dos principais entraves microeconômicos ao fortalecimento do mercado de capitais no Brasil.[...]

---

<sup>10</sup> Por esquema do tipo pirâmide, ou simplesmente esquema-pirâmide, entende-se uma estrutura de propriedade que apresenta pelo menos um intermediário entre a empresa de capital aberto focalizada e o seu respectivo acionista último. Ou seja, o acionista majoritário aumenta ainda mais sua concentração de poder através da compra de ações por empresas intermediárias. Quanto mais empresas intermediárias, maior a pirâmide.

Novos arranjos de governança devem, conseqüentemente, ser estruturados para que as empresas possam diversificar e tornar mais volumosas e menos custosas suas fontes de financiamento e como condição para que a bolsa brasileira sobreviva. Por sua vez, órgãos regulatórios devem se aparelhar técnica e politicamente para cumprir suas atribuições de monitorar e disciplinar o mercado de capitais.

Nenova (2001) realizou uma pesquisa em diversos países acerca da separação entre o direito de controle e de propriedade. Sua conclusão é a de que os mecanismos de proteção ao acionista minoritário, a regulamentação contra *takeovers*, a criação de um ambiente legal favorável explicam, em 68% dos casos, as diferenças existentes entre os países quanto à separação entre o direito de controle e propriedade, por exemplo, de um lado Brasil e Chile, e de outro, países escandinavos e anglo-saxões.

Demsetz & Villalonga (2001) estudaram 223 empresas americanas utilizadas no estudo de Demsetz & Lehn (1985) e concluíram que a estrutura de propriedade não apresenta relação direta com o desempenho corporativo: “as estimativas dos dois modelos de equação que utilizamos não sustentam a afirmação de que as variações nas estruturas de propriedade das empresas observadas resultam em sistemáticas variações do desempenho organizacional” (p.23).

Leal & Valadares (2000), ao analisarem 225 empresas brasileiras em 1998, mostram que existia uma alta concentração de propriedade e que a utilização da estrutura piramidal não apresenta eficiência de evitar o “*one share – one vote*” (uma ação, um voto). Além disso, eles concluem que o valor da empresa é maior quando há menor concentração de propriedade e, conseqüentemente, representa uma menor expropriação do acionista minoritário.

Silveira (2004) ao tratar sobre Governança Corporativa e Estrutura de Propriedade afirma:

Os determinantes relacionados à estrutura de propriedade apresentaram os resultados mais importantes da primeira parte, sugerindo que a concentração da

propriedade influencia a qualidade da governança corporativa. Especificamente, constatou-se que, quanto maior o poder do acionista controlador em termos de direito de voto e em termos de disparidade entre direito de voto e direito sobre o fluxo de caixa, pior a qualidade da governança corporativa (p.195).

Além disso, o autor ressalta que existe um efeito negativo da concentração do direito de controle e do excesso de direito de voto sobre a qualidade da governança e que também existe o efeito positivo de se ter um controlador com parcela expressiva do capital total da companhia sobre a qualidade da governança corporativa (p.196).

Por fim, cumpre mencionar a importante contribuição de Silva (2003) ao concluir sua pesquisa:

Existe uma relação estatisticamente significativa entre estrutura de controle/propriedade e estrutura de capital das empresas brasileiras. Conforme o previsto pela teoria, os resultados indicam que: (i) empresas com grande concentração dos direitos de voto têm alto nível de alavancagem; (ii) empresas com grande concentração os direitos ao fluxo de caixa têm baixo nível de alavancagem; (iii) e empresas com grande separação entre direitos de voto e fluxo de caixa nas mãos dos controladores têm alto nível de alavancagem. (p.109).

#### *2.4.2 A Governança Corporativa e a Estrutura do Conselho de Administração*

O Conselho de Administração constitui uma importante ferramenta de gestão em sociedades e companhias abertas. Em se tratando de Governança Corporativa, o Conselho de Administração atua como órgão fiscalizador e consultor da dinâmica de gestão da empresa, já que tem como missão proteger e valorizar o patrimônio, bem como maximizar o retorno do investimento.

De acordo com o Código de Boas Práticas de Governança Corporativa do IBGC (2005), o Conselho de Administração deve ser eleito pelos sócios, sem perder de vista

os demais *stakeholders* envolvidos, o objeto social e a sustentabilidade da empresa no longo prazo. Além disso, deve ter pleno conhecimento dos valores da empresa, dos propósitos e crenças dos sócios e zelar pelo seu aprimoramento. Deve ainda prevenir e administrar situações de conflitos de interesse ou de divergência de opiniões, a fim de que o interesse da empresa sempre prevaleça.

Além disso, as principais competências do Conselho de Administração listadas pelo IBGC são:

- a) definição da estratégia;
- b) eleição e destituição dos principais executivos;
- c) acompanhamento da gestão;
- d) monitoramento dos riscos;
- e) indicação de auditoria independente;
- f) supervisão do relacionamento entre os executivos e *stakeholders*;

Um ponto a ser destacado na estrutura do Conselho de Administração diz respeito à figura de seu presidente: “as atribuições do presidente do Conselho são diferentes daquelas do executivo principal (CEO). Para que não haja concentração de poder em prejuízo de supervisão adequada da gestão, deve ser evitado o acúmulo dessas funções pela mesma pessoa” (p.20). Além disso, o Código recomenda que o número de membros do Conselho de Administração deve variar entre cinco e nove conselheiros, dependendo do perfil da sociedade (p.23).

Hermalim & Weisbach (1991) em seu estudo com 142 empresas americanas, concluem que a relação entre composição do Conselho de Administração e desempenho organizacional é muito fraca, com pouca significância econômica. Os autores argumentam que a composição do Conselho por pessoas internas ou externas pouco

influencia suas decisões. Segundo eles, tanto membros internos ou externos podem representar, bem ou mal, os interesses dos acionistas.

Bhagat & Black (1999), por sua vez, encontraram evidências de que existe uma relação negativa entre o grau de independência do Conselho e o desempenho da empresa. Eles explicam que aquelas empresas que são dirigidas por “Conselhos Independentes supermajoritários” (*supermajority-independent boards*) e que apresentam grau de independência igual ou superior a 0,4<sup>11</sup>, apresentam piores resultados do que as demais. A amostra da pesquisa constituiu-se de 957 grandes empresas americanas com dados apresentados entre 1985 e 1995.

Em um estudo mais recente, Baghat & Black (2002) comprovam mais uma vez a forte correlação inversa entre a independência do Conselho de Administração e o desempenho da empresa. Segundo eles, a presença de diretores internos no Conselho, tornando-o misto, contribui para o desempenho da organização uma vez que estimula a criação de novos CEO's e diversifica e amplia o leque de habilidade e conhecimento no Conselho. Além disso, os autores afirmam que os diretores do Conselho são efetivamente mais motivados à medida que detêm parcela acionária da propriedade da empresa.

Monaco (2000) apresenta algumas contribuições importantes acerca da composição do Conselho de Administração no Brasil: os resultados indicaram que o papel dos Conselhos no Brasil é muito mais consultivo e político do que de controle. Além disso, “o estudo dos elementos do Conselho – sua composição, suas decisões – desvinculado da busca pelo real papel dos conselhos mostra-se de pouca utilidade, uma vez que esses elementos existem como reflexo da intenção final com que os conselhos estão operando” (p.165).

---

<sup>11</sup> Ver BAGHAT & BLACK (1999), p.28.

Silveira (2002) buscou, através de sua pesquisa, relacionar estatisticamente a estrutura do Conselho de Administração, seu desempenho e o valor da empresa no mercado. Para tal, dividiu a análise da estrutura do Conselho de Administração em três partes:

- a) a presença de pessoas distintas ocupando o cargo de Diretor Executivo e Presidente do Conselho;
- b) o tamanho do Conselho de Administração;
- c) a independência do Conselho de Administração.

Como resultado, o autor destaca:

Em resumo, a relação entre governança e valor é diferente daquela entre governança e desempenho, sendo mais forte com o valor da empresa. Não é exagero afirmar que as empresas que têm pessoas distintas ocupando os cargos de diretor executivo e presidente do Conselho são mais valorizadas, embora não se possa afirmar com convicção que tenham desempenho superior. O tamanho do conselho apresenta uma relação certamente não-linear com o valor e desempenho, sendo mais forte com o desempenho, sugerindo que as empresas com um número intermediário de conselheiros alcançam um melhor desempenho financeiro. A independência do conselho, conforme definida operacionalmente, não parece importante (p.134).

Como síntese, Silveira (2002) conclui que empresas que não possuem o diretor executivo como presidente do Conselho apresentam, na média, maior valor de mercado. Já no que diz respeito ao tamanho do Conselho, o autor conclui que empresas com número intermediário<sup>12</sup> de conselheiros apresentam, na média, melhor desempenho. Com relação à independência do Conselho, o autor não encontrou qualquer relação entre desempenho e valor.

Dalton & Daily (1999) estudaram em cerca de 20.600 empresas a relação existente entre o desempenho financeiro e o tamanho do Conselho de Administração e

---

<sup>12</sup> De 05 a 09 membros.

encontrou um relacionamento sistemático entre as variáveis. Para eles (p.678), “entre essas vantagens, tem-se a teoria da dependência de recursos. Especificamente, um grande conselho pode aumentar a habilidade da organização em atuar junto ao ambiente em que vive e auxiliar a assegurar os seus recursos críticos” (tradução nossa). Além disso, os autores enumeram vantagens como o melhor aconselhamento ao Diretor Executivo, diversidade de experiências e habilidades e, de forma geral, maior conhecimento do mercado local.

Silva (2003) conclui, em estudo realizado com indústrias manufatureiras do Brasil, entre os anos de 1997 e 2001, que, no ano de 2001, o tamanho do conselho apresentou correlação positiva com o incremento de vendas. Além disso, no ano de 1998, observou-se que as empresas que tinham um Conselho de Administração mais independente apresentaram-se mais valorizadas no mercado. O autor finaliza:

A recomendação do IBGC que trata da conveniência da adequação de um tamanho adequado para o conselho de administração não foi justificada plenamente a partir da significância estatística do relacionamento com os níveis de desempenho financeiro exibidos pelas indústrias brasileiras no período de 1997 a 2001, porém o tamanho do conselho de administração (lnTAMC), em 2001 esteve positivamente correlacionado com o crescimento das vendas e o termo quadrático (lnTAMC)<sup>2</sup> recebeu valor positivo para o coeficiente em 1997 para explicar CRESC e em 2000 para explicar ROA, indicando a existência de um ponto ótimo para a quantidade de membros no conselho de administração, assim como recomendam o IBGC e A CVM (p.65).

#### *2.4.3 –A Governança Corporativa e a Transparência*

Transparência é um componente indispensável para quem se propõe efetivamente a exercer as boas práticas de governança corporativa. Um dos princípios

mais influentes da OCDE trata da divulgação e transparência de informações: é o chamado *disclosure*<sup>13</sup>.

Segundo o IBGC (2005), o primeiro princípio básico do Código de Boas Práticas de Governança Corporativa também é a transparência, que corresponde a

mais do que a 'obrigação informar', a Administração deve cultivar o 'desejo de informar', sabendo que da boa comunicação interna e externa, particularmente quando espontânea, franca e rápida, resulta em clima de confiança, tanto internamente, quanto nas relações da empresa com terceiros. A comunicação não deve restringir-se ao desempenho econômico-financeiro, mas deve contemplar também os demais fatores (inclusive intangíveis) que norteiam a ação empresarial e que conduzem à criação do valor (p.9).

Transparência é um componente indispensável para quem se propõe efetivamente a exercer as boas práticas de governança corporativa. Um dos princípios mais influentes da OCDE trata da questão da divulgação e transparência de informações: é o chamado *disclosure*.

Falcão (1993) conceitua *disclosure* como o meio pelo qual os diversos usuários das demonstrações financeiras obtêm conhecimento do atual estágio de um determinado empreendimento econômico tomando por base um período estabelecido. Esse conhecimento propiciará ao investidor inferir sobre o comportamento futuro, cabendo-lhe investir ou não na companhia.

Para Bushman & Smith (2003), o *disclosure* é importante para o desenvolvimento da economia e do mercado de capitais. Segundo os autores, a transparência na divulgação de informações (principalmente financeiras) exerce influência sobre os investimentos, produtividades e valorização das firmas.

A primeira grande vantagem apontada pelos autores diz respeito à identificação de oportunidades de investimentos: quanto maior e melhor o *disclosure*, maior será a otimização de investimentos.

---

<sup>13</sup> Que em sua tradução literal significa revelação, descobrimento.

Uma segunda vantagem é o *disclosure* funcionar como disciplinador dos gestores no momento de direcionar recursos a seus projetos: segundo os autores, a maior divulgação facilita a distinção dos bons projetos daqueles que não valem a pena investir, direcionando ou retirando recursos aplicados.

Um terceiro fator ressaltado por Bushman & Smith (2003) trata do *disclosure* como redutor da assimetria existente entre os investidores. Essa medida contribui para o desenvolvimento do mercado de capitais à medida que elimina, em parte, os efeitos especulativos de mercado.

Cumprе ressalvar apenas que a adoção de políticas de transparência na divulgação de informações não se constitui um mecanismo suficiente para o desenvolvimento do mercado de capitais. Os autores Vieira & Corrêa (2002)<sup>14</sup>, citados por Rogers & Ribeiro (2004), enumeram pontos em que a adoção de boas práticas de governança corporativa não são suficientemente eficazes no desenvolvimento do mercado:

[...] mesmo considerando a adoção das boas práticas de governança, isto não muda a estrutura de propriedade concentrada do mercado; não muda o perfil de menor porte das empresas; não muda o fato de que os papéis lançados têm que concorrer com papéis que oferecem altíssima rentabilidade internamente” (VIEIRA & CORRÊA citado por ROGERS & RIBEIRO 2004, p.8).

Em relação aos mecanismos internos de governança corporativa, o *disclosure* pode ter seu comportamento explicado de duas formas. Jensen & Meckling (1976) afirmam que uma maior transparência de informações consolida os mecanismos internos de governança, ou seja, um maior nível de transparência é esperado à medida que existem mecanismos internos de governança. Por outro lado, existe a explicação de

---

<sup>14</sup> VIEIRA, E. R.; CORRÊA, V. P. *Mercado de Capitais e Governança Corporativa no Brasil: reflexões sobre os movimentos recentes*. Fórum Banco do Nordeste de Desenvolvimento, VII Encontro Regional de Economia, Fortaleza, Julho de 2002.

que a transparência e a governança são substitutivas, ou seja, à medida que alguma empresa não apresenta mecanismos internos de governança, ela se esforçará ao máximo para compensar essa ausência através de uma maior transparência, no intuito de atrair mais investidores.

Dentre os principais estudos recentes envolvendo *disclosure* e governança corporativa, destaca-se o trabalho de Lanzana (2004), cujo objetivo foi verificar a relação significativa existente entre *disclosure* e governança corporativa. A autora utilizou aspectos de governança relacionados à estrutura de propriedade e ao Conselho de Administração e chegou à conclusão que, para aspectos relativos à diferença entre o direito de controle e o direito sobre o fluxo de caixa do acionista controlador, o *disclosure* e governança corporativa apresentaram comportamentos substitutivos; no que diz respeito à independência do Conselho, o *disclosure* funcionou como mecanismo complementar da governança corporativa.

Destacam-se também trabalhos como os de Eng & Mak (2003), Botosam (1997) e Hail (2002), em que foram utilizados índices de *disclosure* para aferição de comportamentos relacionados à transparência de informações.

## **2.5 A Governança Corporativa e o Desempenho Organizacional**

A OECD (2005) tem como primeiro princípio básico o de assegurar a base para um enquadramento eficaz do governo das sociedades:

O enquadramento do governo das sociedades deve promover mercados transparentes e eficientes, estar em conformidade com o princípio do primado do direito e articular claramente a divisão de responsabilidades entre diferentes autoridades de supervisão, autoridades reguladoras e autoridades dedicadas à aplicação das leis (p.17).

Em se tratando de desempenho econômico, o Código complementa:

O enquadramento do governo das sociedades deve ser desenvolvido tendo em vista o respectivo impacto sobre o desempenho econômico em geral, a integridade do mercado, os incentivos que cria para os intervenientes no mercado e a promoção de mercados transparentes e eficientes (p.17)

Já o IBGC (2005), em seu Código de Boas Práticas de Governança Corporativa, define que:

O objetivo central deste Código é indicar caminhos para todos os tipos de sociedades – por ações de capital aberto ou fechado, limitadas ou civis – visando a: aumentar o valor da sociedade; melhorar seu desempenho; facilitar seu acesso ao capital a custos mais baixos e contribuir para sua perenidade (p.9).

Em suma, pode-se afirmar que a adoção de boas práticas de governança corporativa propicia um ambiente favorável para o desenvolvimento econômico, incluindo aí o avanço do mercado de capitais e, conseqüentemente, uma maior possibilidade de melhores desempenhos empresariais para as companhias envolvidas nessa dinâmica corporativa.

### *2.5.1 A Governança Corporativa e a Rentabilidade*

A rentabilidade expressa basicamente a capacidade que uma companhia tem, através da utilização de seus ativos, de gerar lucros (GITMAN, 1997). Tratar governança corporativa e rentabilidade como variáveis correlacionadas é pressupor que práticas de boa governança corporativa facilitam o processo de geração de riqueza da

empresa, seja através de maior acesso a fontes de capital ou através da redução do custo de endividamento, o que resultaria em maiores alavancagens operacionais.

Os indicadores clássicos de rentabilidade utilizados em pesquisas envolvendo a governança corporativa são os relacionados a seguir:

- a) ROA - *return on total assets*: indica a taxa de retorno sobre o ativo total (GITMAN, 1997). Utilizado nos estudos de Kappler & Love (2002), Dalton & Daily (1999), Malieni (2003);
- b) ROE – *return on equity*: indica a taxa de retorno sobre o patrimônio líquido (GITMAN, 1997). Utilizado por Kappler & Love (2002), Dalton & Daily (1999), Malieni (2003);
- c) LOAT: indica o quociente do lucro operacional sobre o ativo total da companhia. Utilizado por Silveira (2004);
- d) LAJIR ou EBITDA: indica o lucro antes dos juros, impostos, depreciação e amortização. Utilizado por Silveira (2004) e Okimura (2003).

Kappler & Love (2002) afirmam em seu estudo que práticas de boa governança apresentaram correlação positiva com o ROA (*return on total assets*), principalmente em países com pouca proteção legal contra expropriação.

Já Dalton & Daily (1999) estudaram a relação existente entre o desempenho financeiro e a governança corporativa, no que diz respeito ao tamanho do Conselho de Administração e encontraram uma relação direta entre as variáveis, ou seja, quanto maior o conselho, maior a rentabilidade.

Silveira (2004) em sua pesquisa, aponta que

os resultados das variáveis de desempenho sobre o nível de governança corporativa apontaram para uma relação positiva, embora com significância estatística apenas no caso da variável LAJIRDA, sugerindo que as empresas com melhor desempenho adotam melhores práticas de governança (p.197).

Malieni (2003), ao estudar todas as empresas listadas na BOVESPA no período de 1999 a 2002, indica que:

os dois estudos estatísticos realizados, e seus respectivos resultados, reforçam a defesa de que o estabelecimento de práticas diferenciadas de governança corporativa no âmbito dos conselhos de administração deve ser algo tratado como prioritário, tendo em vista a influência positiva que essas exercem sobre a eficiência econômica das empresas e, em decorrência, sobre a maximização de valor aos acionistas. O fato da influência positiva das práticas de governança corporativa também ter se dado no modelo estatístico que contou com intercepto reforça a conclusão que empresas 'bem governadas' oferecem rentabilidade superior representada pelo valor de mercado de suas ações [...] (p.178).

Andrade & Rossetti (2004) corroboram essa situação e apresentam uma tabela de comparação entre rentabilidades do IGC e do IBOVESPA, comprovando que há maior rentabilidade do IGC ao longo do tempo:

**TABELA 1**  
**Evolução comparativa dos Índices IBOVESPA e IGC**

PERÍODOS	ÍNDICES NOMINAIS		EVOLUÇÃO	
	IBOVESPA	IGC	IBOVESPA	IGC
Dezembro/2001	13.577	1.010	100	100
Dezembro/2002	11.268	1.026	83	102
Janeiro/2003	10.941	980	81	97
Fevereiro/2003	10.280	994	76	98
Março/2003	11.273	1.095	83	108
Abril/2003	12.556	1.156	92	115
Mai/2003	13.421	1.214	99	120
Junho/2003	12.972	1.159	96	115
Julho/2003	13.571	1.263	10	125
Agosto/2003	15.174	1.406	112	139
Setembro/2003	16.010	1.359	118	135
Outubro/2003	17.982	1.464	132	145
Novembro/2003	20.183	1.613	149	160
Dezembro/2003	22.236	1.845	164	183

Fonte: ANDRADE & ROSSETTI (2004, p.300).

Por último, Leal & Silva (2005) concluem em seu estudo que as firmas brasileiras que apresentam boas práticas de governança corporativa, de acordo com o Código do IBGC e recomendações da CVM, apresentam ROA mais elevados do que aquelas que não apresentam.

### 2.5.2 A Governança Corporativa e o Valor de Mercado

Segundo Csillag (1995, p.61) , “valor é expresso em relação a algo, portanto, por meio de comparação, e pode ser medido em termos monetários”.

Já para Lemes Jr *et al* (2002, p.13), o valor se divide em: a) valor de uso - “é o valor atribuído à capacidade dos bens e serviços satisfazerem às necessidades daqueles que os possuem” e b) valor de troca - “é a quantia de recurso que, de comum acordo entre as partes, permite a troca da posse de um bem ou serviço”.

Csillag (1995, p.61), por sua vez, define valor como: a) custo – “como sendo o total de recursos medido em dinheiro, necessário para produzir/obter um item”; b) valor de uso – “como medida monetária das propriedades ou qualidades que possibilitam o desempenho de uso, trabalho ou serviço”; c) valor de estima – “como a medida monetária das propriedades, características ou atratividades que tornam desejável sua posse”; e d) valor de Troca – “como a medida monetária das propriedades ou qualidades de um item que possibilitam sua troca por outra coisa”.

Para Lemes Jr *et al* (2002, p.14) “as finanças preocupam-se com o valor de troca”. Esse valor de troca pode aumentar o valor da empresa em duas formas:

- a) internamente: através de mão-de-obra, matérias-primas, equipamentos e tecnologias; são recursos que entram na empresa e que processam bens e serviços e ainda são vendidos por um preço superior aos de custo;
- b) externamente: é a imagem junto ao mercado. Depende de especulações e compras de ações.

O valor de mercado pode ser conceituado como o esforço que o investidor se dispõe a desembolsar para comprar ações da empresa, e tem como principais modalidades clássicas de seu cálculo os indicadores Q de Tobin e o *FirmValue*.

No que diz respeito a estudos anteriores que correlacionam a governança corporativa e o valor de mercado, Leal *et al* (2000) apresentaram como conclusão que o valor de mercado, segundo o indicador Q de Tobin, é maior quando há menor concentração de propriedade.

Lins (2002) complementa concluindo que o excesso de controle apresentou correlação negativa com o valor de mercado da companhia (Q de Tobin), ou seja, quanto maior o excesso de controle, menor o valor da empresa no mercado.

Já Demsetz & Villalonga (2001), ao estudarem a relação entre governança corporativa<sup>15</sup> e o valor de mercado (Q de Tobin), concluem que ambas variáveis não apresentam relação entre si, ou seja, o fato de se adotar boas práticas de governança no que se refere à estrutura de propriedade não representa maiores valorizações de mercado.

Kappler & Love (2002), ao estudarem 495 empresas em 28 mercados emergentes, concluem que práticas de boa governança apresentaram correlação positiva com a valorização de mercado (Q de Tobin), principalmente em países com pouca

---

<sup>15</sup> O autor foca a estrutura de propriedade como o principal mecanismo de governança corporativa.

proteção legal contra expropriação. O mesmo conclui o autor Leal (2004<sup>16</sup>), ao estudar mercados emergentes, como o Brasil.

Silveira (2004), em recente estudo sobre governança corporativa e desempenho, aponta:

Os resultados não indicaram uma influência significativa e consistente da qualidade da governança sobre o desempenho das empresas, já que houve mudança no sentido da relação entre o nível de governança e algumas variáveis de desempenho quando foi aplicada a abordagem de equações simultâneas, em relação aos resultados obtidos nas regressões múltiplas com equações isoladas. Das variáveis de desempenho testadas, Q de Tobin foi a que mostrou a relação positiva mais consistente com a qualidade da governança (p.5).

Beiner *et al* (2004) por sua vez, ao estudarem empresas suíças apresentaram conclusão semelhante a de Kappler & Love (2002), ao afirmarem que os resultados apresentaram uma correlação forte entre a governança corporativa e o Q de Tobin, embora o estudo não defina, de antemão, a relação da causalidade entre as variáveis. Leal & Silva (2004) corroboram a conclusão do autor, afirmando que as firmas brasileiras que apresentam boas práticas de governança corporativa, de acordo com o Código do IBGC e recomendações da CVM, apresentam Q de Tobin mais elevados.

### 2.5.3 A Governança Corporativa e a Volatilidade

Volatilidade, para Paxson & Wood (2001, p.282), “é o termo utilizado em finanças para denotar o desvio-padrão dos retornos de um ativo. É, portanto, a raiz

---

<sup>16</sup> Governance Practices and Corporate Value – A Recent Literature Survey

quadrada da variância desses retornos.”. Investimentos mais voláteis são considerados mais arriscados por apresentarem maior amplitude em seu comportamento, ou seja, são menos concentrados em torno de sua média. Já investimentos com baixa volatilidade normalmente se comportam de forma mais próxima à sua própria média.

Ross *et al* (2000), definem o coeficiente beta ( $\beta$ ) como a medida correta do risco de um ativo, pois, para uma carteira bem diversificada, o risco não sistemático ou diversificável tende a zero e o único item relevante do risco total é o risco sistemático ou não-diversificável, medido pelo beta. O risco sistemático é aquele que influencia grande número de ativos e está relacionado a eventos que podem afetar toda a economia de um país ou mundial e o risco não sistemático afeta no máximo um pequeno número de ativos, é peculiar a determinada empresa ou pequenos grupos de empresas.

Segundo Andrade & Rossetti (2004, p.16), “[...] uma boa governança corporativa certamente torna os negócios mais seguros e menos expostos a riscos externos ou de gestão”. Os autores complementam dizendo:

Um bom sistema de governança ajuda a fortalecer as empresas, reforça competências para enfrentar novos níveis de complexidade, amplia as bases estratégicas da criação de valor, é fator de harmonização de interesses e, ao contribuir para que os resultados corporativos se tornem menos voláteis, aumenta a confiança dos investidores, fortalece o mercado de capitais e é fator coadjuvante do crescimento econômico (ANDRADE & ROSSETTI, 2004, p.16).

Ao comparar o comportamento do IGC<sup>17</sup> com o IBOVESPA<sup>18</sup>, Carvalho (2003) demonstrou que a adoção de boas práticas de governança corporativa reflete

---

<sup>17</sup> O IGC – Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada – inclui todas as empresas admitidas à negociação no novo mercado e nos níveis 1 e 2 de governança corporativa. (ANDRADE & ROSSETTI, 2004, p.301)

<sup>18</sup> O IBOVESPA é composto por uma carteira teórica das ações que, em conjunto, representam 80% do volume transacionado na Bolsa.

positivamente nos aumentos de liquidez, volume negociado e valorização das ações, bem como reduz a sensibilidade do preço das ações a fatores macroeconômicos.

Rogers, Ribeiro & Sousa (2005, p.19), por sua vez, concluem que o IGC é mais sensível do que o IBOVESPA em relação à taxa de câmbio e ao Risco-Brasil; por outro lado, o IBOVESPA apresentou-se mais sensível do que o IGC em relação ao crescimento do mercado de capitais dos EUA e ao crescimento econômico. Os autores ainda afirmam que um choque em qualquer variável macroeconômica parece impactar o IBOVESPA e IGC de forma semelhante e, por fim, finalizam afirmando que o IGC durante o período de análise apresentou um risco por unidade de retorno ligeiramente menor que o IBO.

Srouf (2002), ao estudar o comportamento de empresas brasileiras quanto às práticas de governança corporativa, conclui que “como um resultado empírico robusto, pode-se afirmar que melhores práticas de governança corporativa tendem a diminuir a volatilidade do retorno das firmas”. (p.18). O autor utilizou um pesquisa comparativa do desempenho de empresas que emitiram ADR's ou eram integrantes do Nível 01 de Governança Corporativa da BOVESPA durante algumas crises brasileiras, destacando a de 11 de setembro, em detrimento daquelas empresas que não usufruíam de tais práticas.

De forma complementar, Silva (2002, p.104) afirma em sua pesquisa que a volatilidade das empresas brasileiras listadas na BOVESPA no ano 2000 apresentou comportamento inverso ao índice de *payout*, ou seja, empresas com maiores índices de *payout* apresentaram menor volatilidade junto ao mercado.

Rogers, Ribeiro & Sousa (2005) mostraram que o IGC não foi mais estável do que o IBOVESPA em relação aos fatores macroeconômicos. Assim, a adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa não aumentou a valorização das

ações e não diminuiu sua volatilidade comparativamente às da BOVESPA. Os autores concluem:

“[...] rejeita-se também a hipótese principal (H3) de que práticas de governança corporativa superiores, identificadas na adesão das empresas ao IGC, reduz a valorização das ações a exposição a fatores macroeconômicos. Dadas as significâncias estatísticas das variáveis macroeconômicas explicativas do IGC e Ibovespa e ainda a robustez dos modelos estimados, conclui-se que a performance do mercado de capitais está condicionada muito mais a bons fundamentos macroeconômicos do que boas práticas de governança corporativa.” (p.14).

### **3 METODOLOGIA**

#### **3.1 Questões gerais**

Esta pesquisa tem o caráter quantitativo que, segundo Oliveira (2002), caracteriza-se por "descobrir e classificar a relação entre variáveis, assim como a relação de causalidade entre fenômenos sociais" (p.114). Assim, este estudo utiliza ferramental estatístico e econométrico, visando estabelecer correlações entre variáveis dependentes e independentes, através de regressões múltiplas.

##### *3.1.1. – Universo, Amostra e Coleta de Dados*

O universo da pesquisa consiste de todas as empresas com ações negociadas na BOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo – durante os anos de 2002 a 2004. Os sucessivos critérios de amostragem são demonstrados no quadro abaixo, sendo progressivamente excludentes, ou seja, os critérios de filtro da amostra são cumulativos. Ao todo, foram coletados dados de 117 empresas para os anos de 2002, 2003, 2004.

ITEM	CRITÉRIO DE AMOSTRA	Nº de empresas selecionadas
<b>BOVESPA</b>	Empresas com ações negociadas na BOVESPA entre 2002 e 2004	<b>556 (Universo)</b>
<b>Setor<sup>19</sup></b>	Todos os setores, exceto o de Finanças e Seguros <sup>20</sup>	<b>504</b>
<b>Ativo</b>	Todas as empresas que estiveram ativas durante os 03 anos do estudo (2002 a 2004) simultaneamente.	<b>349</b>
<b>Índice Beta</b>	Todas as empresas que apresentaram o índice beta <sup>21</sup> de 2002 a 2004, simultaneamente.	<b>210</b>
<b>Liquidez</b>	Todas as empresas com liquidez significativa, ou seja, aquelas que apresentaram um índice de liquidez anual maior que 0,001% do índice da empresa com maior liquidez no respectivo ano. <sup>22</sup>	<b>149</b>
<b>Demais dados completos</b>	Todas as empresas que apresentaram todos os demais dados de forma completa nos três anos estudados (2002 a 2004).	<b>117</b>

**Quadro 3 - Amostragem da coleta de dados**

**Fonte: próprio autor**

De acordo com Martins (1994, p.40), quando a amostra da pesquisa é definida segundo critério estipulado pelo pesquisador, não é possível generalizar os resultados para a população, já que as amostras não-probabilísticas não garantem sua representatividade. Além disso, naturalmente, no decorrer da coleta de dados, algumas empresas podem apresentar dados incompletos, o que será também critério de exclusão da amostra pesquisada.

<sup>19</sup> De acordo com a classificação da base de dados Economática®.

<sup>20</sup> As empresas do ramo de Finanças e Seguros além de estarem sujeitas a regulamentações específicas, apresentam peculiaridades em suas estruturas de capitais. Ademais, é praxe a separação em estudos dessa natureza (SILVEIRA, 2005).

<sup>21</sup> Utilizou-se o Índice Beta apresentado na base de dados Economática, com espaço de tempo de série histórica de 36 meses, no último dia útil de cada ano estudado.

<sup>22</sup> A relevância da seletividade pela liquidez se justifica à medida que as empresas com índices de liquidez muito baixos apresentam maior probabilidade de distorção de suas cotações com relação ao seu valor de mercado.

Os dados foram coletados entre os anos 2002 a 2004 através do *software Economática*<sup>23</sup> e o sistema DIVEXT (Divulgação Externa) da BOVESPA e, em seguida, analisados em duas etapas: a primeira etapa corresponde à análise estatística básica, com as principais medidas de dispersão e variação dos indicadores ao longo do tempo. A segunda etapa corresponde à elaboração de regressões múltiplas, utilizando-se do *software* estatístico *E-views*®.

Os dados necessários para a identificação dos indicadores de Governança Corporativa foram coletados através de Relatórios de Administração das companhias ou através de informações públicas divulgadas por órgãos afins, como a CVM e o IBGC. Os demais indicadores foram coletados no Sistema DIVEXT da BOVESPA e na base de dados ECONOMÁTICA. Como forma de melhorar a estimação do modelo, optou-se pela eliminação, criteriosamente, dos *out-lier*<sup>24</sup> existentes na amostra.

### 3.2 – Tratamento dos Dados e modelagem econométrica

De acordo com Hill *et al* (1999, p.152), em um modelo geral de regressão múltipla, uma variável dependente  $y_1$  está relacionada com variáveis explicativas  $x_1, x_2, x_3, \dots, x_n$  por uma equação linear, em que os coeficientes  $\beta_1, \beta_2, \beta_3, \dots, \beta_n$  são parâmetros desconhecidos. O parâmetro  $\beta_n$  mede o efeito de uma modificação na variável  $x_n$  sobre o valor esperado de  $y_1$ , mantidas constantes todas as outras variáveis.

---

<sup>23</sup> Esse *software* é comercializado no mercado e visa promover informações econômico-financeiras das empresas de capital aberto brasileiras.

<sup>24</sup> Tratou-se como *out-lier* aquele dado que não estava inserido na região delimitada por três desvios-padrão da média, seja para baixo ou para cima.

Equação 01 - Modelo básico de regressão múltipla:

$$y_1 = \beta_1 + \beta_2 x_1 + \beta_3 x_2 + \dots + \beta_n x_n + \varepsilon_1$$

Cumpra mencionar a ressalva importante de Kendall & Stuart, citado por Gujarati (2000): "uma relação estatística, por mais forte e sugestiva que seja, jamais pode estabelecer uma relação causal: nossas idéias sobre causalidade devem vir de fora da estatística, enfim, de outra teoria". Logo, o estudo prima pela identificação do relacionamento entre comportamentos de uma variável confrontada a outras, sem, no entanto, assegurar a relação de causalidade entre elas.

A metodologia utilizada na regressão foi a análise em painéis. Greene (2000) apresenta três opções existentes para o cálculo da regressão através de painéis: o modelo de estimador ou intercepto comum, o de efeitos fixos e o de efeitos aleatórios. Optou-se, nesta pesquisa, unicamente pelo modelo de estimador ou intercepto comum, até porque o alto número de variáveis explicativas das equações não possibilitou, nos casos dos efeitos fixos e aleatórios, a inversão das matrizes e, conseqüentemente, não viabilizou a estimação do modelo, já que se teria mais de 100 interceptos específicos para cada equação.

Com o intuito de corrigir possíveis efeitos de heterocedasticidade, optou-se por trabalhar com o modelo de intercepto comum com ponderação (*cross-section weights*).

### 3.3 - Definição das variáveis

Neste trabalho, optou-se em analisar o Desempenho Organizacional sob três aspectos, a saber: rentabilidade, volatilidade e valor de mercado. Para cada uma das variáveis, foi desenvolvida uma equação própria.

Como variáveis independentes da pesquisa, sugeriram-se 11 (onze) indicadores relativos às boas práticas de Governança Corporativa definidas no Código do IBGC. Ademais, duas variáveis independentes foram incluídas para abranger a adesão aos níveis especiais da BOVESPA, totalizando 13 variáveis explicativas do modelo. Optou-se então pela variável NIV para aquelas empresas que aderiram aos Níveis 1 e 2 e a variável NOV para empresas que aderiram ao Novo Mercado.

Cumprе ressaltar que, para viabilizar quantitativamente as análises econométricas, optou-se por binarizar (variáveis *dummies*) algumas perguntas de respostas “qualitativas” relativas a esses indicadores, de forma que possibilitasse o resultado numérico da mensuração das práticas de governança corporativa.

Como variável de controle, utilizou-se o Setor de Atuação (SET), a fim de expurgar eventuais especificidades de um setor frente aos outros. Para fins de construção do modelo, tornou-se necessário escolher um setor como referência comparativa em relação aos demais. Assim, definiu-se o setor de energia elétrica como referência nos modelos estimados, até por ter sido o setor que apresentou o maior número de observações no período estudado. Portanto, todos os coeficientes encontrados nas variáveis de controle dos setores nas regressões, caso significativos,

indicaram o comportamento encontrado, na média, em relação ao setor de energia elétrica.

Ao final, na tentativa de resumir as práticas de governança corporativa, foi desenvolvido um Coeficiente de Governança Corporativa (CGOV) cuja composição resultou da aglutinação das 11 variáveis independentes, relativas às boas práticas de governança corporativa, através da binarização de seus indicadores. O CGOV teve a finalidade de evidenciar, de forma ampla, qual a avaliação que cada empresa obteve em relação às práticas de governança corporativa. As únicas variáveis que não compuseram o CGOV foram as que se referiam à adesão aos níveis especiais de governança (NIV e NOV), até para não incorrer em tratamento redundante e as variáveis de controle dos setores, já que, na constituição do CGOV, não foi necessária nenhuma modelagem econométrica.

### *3.3.1 – Variáveis de Governança Corporativa*

Os 11 (onze) indicadores de boas práticas de governança corporativa selecionados no Código do IBGC estão divididos em três grupos: Estrutura de Propriedade, Estrutura do Conselho de Administração e Divulgação da Responsabilidade Corporativa.

### a) Estrutura de Propriedade

De acordo com o IBGC (2005, p. 11), “cada sócio é um dos proprietários da sociedade, na proporção de sua respectiva participação no capital social. Esse princípio deve valer para todos os tipos de sociedade e demais organizações, no que couber”. Nesse sentido, o critério de Estrutura de Propriedade foi avaliado de acordo com quatro variáveis:

*I – Concentração de votos (VOT):* utilizado por Okimura (2003), é a proporção de ações ordinárias detidas pelo acionista controlador. É calculado através do:

$$VOT = \frac{TotalAOControlador}{TotalAOCompanhia}$$

Como forma de mensurar o nível de propriedade e domínio que o controlador atualmente exerce para a companhia, foi considerado como concentrador de votos o acionista controlador que detiver mais da metade das ações ordinárias da companhia. Assim, para efeitos de composição do coeficiente CGOV, atribuiu-se uma variável binária, assumindo o valor 0 (zero) para  $VOT \geq 0,5$  e 1 (um) para  $VOT < 0,5$ , ou seja, apresenta comportamento inversamente proporcional ao CGOV.

*II – Concentração de Propriedade (PROP):* também sugerido por Okimura (2003), a concentração de propriedade é o valor total das ações preferenciais e ordinárias detidas em poder do acionista controlador, dividido pelo valor total das ações.

Este indicador evidencia o quão concentrada se encontra a propriedade da companhia nas mãos do controlador.

$$PROP = \frac{Total(AO + AP)Controlador}{Total(AO + AP)Companhia}$$

Da mesma forma que o indicador (VOT), para efeitos de composição do índice, atribuiu-se uma variável binária ao indicador PROP, assumindo o valor 0 (zero) para  $PROP = 0,5$  e 1 (um) para  $PROP < 0,5$ , representando, também, uma relação inversamente proporcional ao CGOV.

*III – Excesso de voto dos controladores (EXC):* é calculado através da fórmula abaixo que, para Okimura (2003, p. 46), “indica que, para empresas sem emissão de ações preferenciais, a variável se iguala a zero, enquanto que, para controladores com mais direito de voto proporcionalmente ao capital aplicado, a variável é maior que 0 (zero)”. É a “sobra” que o controlador ainda apresenta no direito de exercer o poder de voto nas decisões da companhia.

$$EXC = \frac{VOT}{PROP} - 1$$

Caso o indicador EXC apresente valor igual a zero ou negativo, isso indica que não há excesso de voto dos controladores. Para valores positivos, há excesso de votos. Nesse sentido, para efeitos de composição do índice, atribuiu-se uma variável binária, assumindo o valor 0 (zero) para  $EXC > 0$  e 1 (um) para  $EXC \leq 0$ .

*IV – Acordo de acionistas (ACO):* de acordo com o IBGC (2005, p.12),

os acordos entre sócios – que tratem de compra e venda de suas ações/quotas, preferência para adquiri-las, exercício do direito a voto ou do poder de controle – devem estar disponíveis a todos os demais sócios [...]

Esse indicador é binário, assumindo o valor 1 (um) para quando a companhia realiza acordos de acionistas e 0 (zero) quando não adota tal prática.

*V – Free-Float (FREE):* O *free-float* corresponde ao volume de ações que a companhia disponibiliza para livre negociação no mercado (ações em circulação). Cumpre mencionar a especificação que o IBGC (2005) trata da ação livre para negociação:

Ações em Circulação: Quantidade de ações de uma empresa disponível para negociação livre em mercado de capitais, ou seja, são todas as ações de emissão da companhia exceto aquelas: (i) de titularidade do acionista controlador, de seu cônjuge, companheiro(a) e dependentes incluídos na declaração anual de imposto de renda; (ii) em tesouraria; (iii) de titularidade de controladas e coligadas da companhia, assim como de outras sociedades que com qualquer dessas integre um mesmo grupo de fato ou de direito; (iv) de titularidade de controladas e coligadas do acionista controlador, assim como de outras sociedades que com qualquer dessas integre um mesmo grupo de fato ou de direito; e (v) preferenciais de classe especial que tenham por fim garantir direitos políticos diferenciados, sejam intransferíveis e de propriedade exclusiva do ente desestatizante (p.17).

Além disso, o IBGC (2005, p.17) recomenda que as companhias devem esforçar-se para manter em circulação o maior número possível de ações e estimular a sua dispersão, em benefício da liquidez desses títulos. Como o Código não define nenhum percentual de *free-float*, optou-se por utilizar o percentual exigido para ingresso no Nível 1 da BOVESPA, ou seja, no mínimo 25% do total de ações para livre circulação no mercado.

Assim, para efeitos da mensuração do CGOV, para empresas com *free-float* igual ou superior a 25%, pontuou-se com o valor 1 (um), enquanto que, para aquelas inferiores a 25%, valorou-se como 0 (zero).

#### **b) Estrutura do Conselho de Administração**

A Estrutura do Conselho de Administração foi analisada de acordo com três indicadores:

*I – Diretor Executivo e Presidente do Conselho (DIR)*: utilizado por Silveira (2002), esta variável busca verificar se o Diretor Executivo é a mesma pessoa que ocupa o cargo de Presidente do Conselho de Administração. Segundo o IBGC (2005, p.20), “as atribuições do presidente do Conselho são diferentes daquelas do executivo principal (CEO).” Trata-se, portanto, de uma variável binária (SIM/NÃO). Em caso positivo, a variável assume o valor 1 (um). Caso os cargos sejam ocupados por uma mesma pessoa, o indicador passa a valer 0 (zero).

*II – Independência do Conselho (INDEP)*: utilizando a metodologia de Silveira (2002), o indicador verifica o grau de independência do Conselho de Administração e é calculado através da fórmula abaixo.

$$INDEP = \left( \frac{EXT}{TOT} - \frac{INT}{TOT} \right)$$

Em que:

INDEP - Grau de independência do Conselho

TOT - Total de membros do Conselho

EXT - Número de conselheiros externos no Conselho

INT - Número de conselheiros internos no Conselho

O IBGC (2005, p.24) recomenda que “o Conselho da sociedade deve ser formado, em sua maioria, por conselheiros independentes, contratados por meio de processos formais com escopo de atuação e qualificação bem-definidas”. Assim, para efeitos de composição do índice, atribuiu-se uma variável binária, assumindo o valor 1 (um) para  $INDEP > 0$  e 0 (zero) para  $INDEP = 0$ .

*III – Tamanho do Conselho (TAM)*: é o total de membros do Conselho de Administração relativo ao ano coletado. De acordo com o IBGC (2005), o número de membros deve variar entre cinco e nove membros. Para efeitos de composição do índice, atribuiu-se uma variável binária, assumindo o valor 1 (um) para TAM entre cinco e nove e 0 (zero) para valores diferentes de cinco a nove. Para fins de regressão, optou-se por trabalhar com o logaritmo do tamanho do Conselho, a fim de se evitarem

problemas de heterocedasticidade, já que empresas maiores tendem a apresentar maiores Conselhos.

*IV – Atuação do Conselho Fiscal (CFI):* O IBGC (2005, p.40), em relação à atuação do Conselho Fiscal, orienta:

O Conselho Fiscal, parte integrante do sistema de governança das organizações brasileiras, é um órgão não-obrigatório que tem como objetivos fiscalizar os atos da administração, opinar sobre determinadas questões e dar informações aos sócios. Deve ser visto como uma das ferramentas que visam agregar valor para a sociedade, agindo como um controle independente para os sócios.

Nesse sentido, a presença do Conselho Fiscal é vista como uma garantia adicional à companhia e principalmente aos investidores. Para efeitos de cálculos no índice, computou-se como valor 1 (um) àquelas companhias que apresentarem Conselho Fiscal, seja este permanente ou não. Recebeu o valor 0 (zero) a empresa que não apresentou o Conselho Fiscal.

*V – Remuneração dos conselheiros e diretores atrelada ao lucro da companhia (REM):* a remuneração variável atrelada aos lucros da companhia fortalece e estimula o comprometimento dos gestores e conselheiros com a organização. De acordo com o IBGC (2005, p.35):

A remuneração da Diretoria deve estar estruturada de forma a vincular-se a resultados, por meio de incentivos inteligentes e coerentes, para que seu desempenho coincida com o que seja melhor para a sociedade e para os sócios.

Assim, para efeitos de cálculo no índice CGOV, atribuiu-se o valor 1 (um) para aquelas companhias que ofereçam remunerações com participações nos lucros e resultados aos seus diretores e conselheiros. Ao contrário, a empresa recebeu o valor 0 (zero).

### **c) Divulgação da Responsabilidade Corporativa**

A transparência, de acordo com o IBGC (2005, p. 9), deve ser “mais do que ‘a obrigação de informar’, a Administração deve cultivar o ‘desejo de informar’”. Assim, um indicador foi considerado como indicativo de transparência na divulgação de informações por parte das companhias em seus Relatórios Anuais de Administração.

Ainda segundo o IBGC (2005, p.34), “o relatório anual deve mencionar as práticas de governança corporativa que estão sendo adotadas pela sociedade ou que serão implementadas a curto prazo”. Assim, foi estabelecido um indicador, chamado *Práticas de Governança Corporativa (PGC)*, que avalia se os relatórios anuais das empresas, em seus respectivos anos de coleta, apresentaram seção específica para as Práticas de Governança Corporativa já implantadas e a implantar. Para efeitos de composição do índice, atribuiu-se uma variável binária, assumindo o valor 1 (um) para

quando a empresa que apresentou as informações supramencionadas<sup>25</sup>, ao passo que assumiu o valor 0 (zero) quando não as apresentou.

### 3.3.2 – Variáveis de adesão aos Mercados Especiais da BOVESPA (NIV e NOV)

Conforme afirmado anteriormente, além das variáveis contidas no Coeficiente de Governança Corporativa (CGOV), foram utilizadas 02 (duas) variáveis *dummies* para identificar a adesão aos Níveis 01 e 02 (NIV) e ao Novo Mercado (NOV) da Bovespa. Assim, para as empresas que, durante o período estudado, aderiram aos Níveis 01 e 02, foi-lhes atribuído o valor 1 (um), enquanto que as demais receberam o valor 0 (zero). Já para as empresas que aderiram ao Novo Mercado (NOV), foi-lhes também atribuído 1 (um), ao passo que as demais receberam o valor 0 (zero).

### 3.3.3 – Variável de Controle

Foi utilizada uma variável *dummy* de controle para cada setor de atuação das empresas no que diz respeito ao comportamento de algumas variáveis independentes (EBIT, Q de Tobin, beta). Essa utilização se justifica à medida que busca isolar eventuais distorções provocadas por comportamentos específicos de alguns setores,

---

<sup>25</sup> O critério utilizado na coleta foi a empresa apresentar informações relativas à Governança Corporativa no Grupo 20 – Informações sobre Governança Corporativa do Sistema DIVEXT da BOVESPA. Casos em que o documento estava em branco, o valor atribuído foi 0 (zero).

principalmente causadas por eventuais sintomas macroeconômicos. Nesse sentido, algumas particularidades setoriais são relativamente isoladas, seja por momentos econômicos atravessados pelo segmento, seja pelo desempenho historicamente superior aos demais, entre outros.

Assim, para cada setor, caso a empresa estudada pertencesse ao setor, sua variável apresentava o valor 1 (um). Caso contrário, o valor atribuído foi 0 (zero).

Os setores pré-selecionados são os mesmos utilizados no sistema da ECONOMÁTICA, a saber: Agro e Pesca; Alimentos e Bebidas; Comércio; Construção; Eletroeletrônicos; Energia Elétrica; Máquinas Industriais; Mineração; Minerais Não-Metálicos; Outros; Papel e Celulose; Petróleo e Gás; Química; Siderurgia e Metalurgia; Telecomunicações; Têxtil; Transportes e Serviços e Veículos e Peças.

Em resumo, as variáveis utilizadas nesta pesquisa se estruturaram da seguinte forma:

<b>OBJETO DAS VARIÁVEIS</b>	<b>GRUPO</b>	<b>VARIÁVEIS</b>	<b>SÍMBOLO</b>
<b>BOAS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA DE ACORDO COM O CÓDIGO DO IBGC</b>	<b>Estrutura de Propriedade e Controle</b>	<i>Concentração de votos</i>	<b>VOT</b>
		<i>Concentração de Propriedade</i>	<b>PROP</b>
		<i>Excesso de voto dos controladores</i>	<b>EXC</b>
		<i>Acordo de acionistas</i>	<b>ACO</b>
		<i>Free – Float</i>	<b>FREE</b>
	<b>Papel e Estrutura do Conselho de Administração</b>	<i>Diretor Executivo e Presidente do Conselho</i>	<b>DIR</b>
		<i>Independência do Conselho</i>	<b>INDEP</b>
		<i>Tamanho do Conselho</i>	<b>TAM</b>
		<i>Atuação do Conselho Fiscal</i>	<b>CFI</b>
		<i>Remuneração dos conselheiros e diretores atreladas ao lucro da companhia</i>	<b>REM</b>
	<b>Divulgação da Responsabilidade Corporativa</b>	<i>Práticas de Governança Corporativa</i>	<b>PGC</b>
<b>ADESÃO AOS NÍVEIS ESPECIAIS DE MERCADO (BOVESPA)</b>	<b>Nível 01 e 02</b>	<i>Adesão aos níveis 01 ou 02 entre os anos 2002 – 2004</i>	<b>NIV</b>
	<b>Novo Mercado</b>	<i>Adesão ao Novo Mercado entre os anos 2002 - 2004</i>	<b>NOV</b>

<b>CONTROLE</b>	<b>Setor de Atuação</b>	Agro e Pesca	<b><i>AGR</i></b>
		Alimentos e Bebidas	<b><i>ALI</i></b>
		Comércio	<b><i>COM</i></b>
		Construção	<b><i>CONS</i></b>
		Eletroeletrônicos	<b><i>ELE</i></b>
		Energia Elétrica	<b><i>EEL</i></b>
		Máquinas Industriais	<b><i>MAQ</i></b>
		Mineração	<b><i>MIN</i></b>
		Minerais Não-Metálicos	<b><i>MNM</i></b>
		Outros	<b><i>OUT</i></b>
		Papel e Celulose	<b><i>PAP</i></b>
		Petróleo e Gás	<b><i>PET</i></b>
		Química	<b><i>QUI</i></b>
		Siderurgia e Metalurgia	<b><i>SID</i></b>
		Telecomunicações	<b><i>TEL</i></b>
		Têxtil	<b><i>TEX</i></b>
Transportes e Serviços	<b><i>TRA</i></b>		
Veículos e Peças	<b><i>VEI</i></b>		

**Quadro 4 - Resumo das variáveis independentes**

**Fonte: próprio autor**

### *3.3.4 - Desempenho organizacional*

O desempenho organizacional foi avaliado sob três aspectos: rentabilidade, volatilidade e valor de mercado da empresa.

No que diz respeito à rentabilidade, uma variável importante a ser considerada é a estrutura de capital com que a empresa se desenvolve operacionalmente. O custo de capital torna-se uma variável preponderante na geração de lucro da empresa. Logo, para permitir uma análise que elimine o efeito do custo de capital da rentabilidade da empresa que desconsidere as receitas e despesas financeiras, optou-se pela utilização do indicador EBIT (*Earnings Before Interest and Taxes* ou Lucro antes dos Juros e Impostos). Assim, o indicador de rentabilidade utilizado na pesquisa tem como fórmula:

$$EBIT/AT = \frac{EBIT}{AtivoTotal}$$

Quanto à volatilidade, foi utilizado o Coeficiente Beta ( $\beta$ ) que, de acordo com Brigham & Weston (2000), "é uma medida da extensão pela qual os retornos de uma determinada ação se movem com o mercado de ações". O coeficiente beta é a mais conhecida e difundida medida de volatilidade de uma ação com relação a uma ação média, tendo como característica também o fato de considerar o desempenho histórico da ação ao longo do tempo (série histórica). A fórmula do cálculo do beta é:

$$\frac{Cov(K_j, K_m)}{t_m^2}$$

Onde:

$K_j$  = retorno sobre o ativo j

$K_m$  = taxa de retorno exigido sobre a carteira do mercado de títulos

$t_m^2$  = variância do retorno sobre a carteira de mercado

Quanto ao valor de mercado, foi utilizado o indicador  $Q$  de Tobin – este indicador foi escolhido por ter sido utilizado em vários estudos com testes empíricos sobre governança corporativa, como os de BANHART & ROSENSTEIN (1998) e Silveira *et al* (2004). Tobin (1958) definiu o “Q de Tobin” como:

$$Q = \frac{\text{Valor de Mercado das ações} + \text{Valor de mercado das dívidas}}{\text{Valor de reposição dos ativos}}$$

Segundo Okimura (2003, p.47), "o cálculo do Q de Tobin proposto originalmente é praticamente impossível na realidade brasileira, pois as empresas brasileiras dificilmente disponibilizam títulos de dívidas abertas ao público." Assim, como forma de simplificar a equação, será utilizada a aproximação desenvolvida por Fama & Barros (2000) que definiram operacionalmente o Q de Tobin como:

$$Q \cong \frac{VMAO + VMAP + DIVT}{AtivoTotal}$$

Em que:

VMAO - valor de mercado das ações ordinárias<sup>26</sup>;

VMAP - valor de mercado das ações preferenciais;

DIVT - valor contábil do exigível total, sendo igual a passivo circulante menos o ativo circulante mais o exigível a longo prazo mais os estoques;

### **3.4 – Definição das equações**

Para fins de montagem e demonstração das equações, optou-se por retirar as variáveis de controle relativas aos setores estudados. Assim, os modelos básicos de regressão utilizados podem ser representados pelas equações abaixo:

---

<sup>26</sup> Utilizou-se como valor de mercado das ações a cotação da ação no último dia do pregão do ano estudado multiplicado pelo número de ações da companhia. Esse procedimento foi aplicado tanto para ações ordinárias quanto preferenciais.

**Equação 01 – Rentabilidade (EBIT):**

$$\begin{aligned} \text{EBIT/AT} = & \beta_0 + \beta_1 * \text{VOT} + \beta_2 * \text{PROP} + \beta_3 * \text{EXC} + \beta_4 * \text{ACO} + \beta_5 * \text{FFL} + \beta_6 * \text{DIR} \\ & + \beta_7 * \text{IND} + \beta_8 * \text{TAM} + \beta_9 * \text{CFI} + \beta_{10} * \text{PGC} + \beta_{11} * \text{PRC} + \beta_{12} * \text{NIV} + \beta_{13} * \text{NOV} \\ & + \beta_{14} * \text{SET} + c \end{aligned}$$

**Equação 02 – Volatilidade ( $\beta$ ):**

$$\begin{aligned} \text{BETA} = & \beta_0 + \beta_1 * \text{VOT} + \beta_2 * \text{PROP} + \beta_3 * \text{EXC} + \beta_4 * \text{ACO} + \beta_5 * \text{FFL} + \beta_6 * \text{DIR} \\ & + \beta_7 * \text{IND} + \beta_8 * \text{TAM} + \beta_9 * \text{CFI} + \beta_{10} * \text{PGC} + \beta_{11} * \text{PRC} + \beta_{12} * \text{NIV} + \beta_{13} * \text{NOV} \\ & + \beta_{14} * \text{SET} + c \end{aligned}$$

**Equação 03 – Valor de Mercado (Q):**

$$\begin{aligned} \text{Q} = & \beta_0 + \beta_1 * \text{VOT} + \beta_2 * \text{PROP} + \beta_3 * \text{EXC} + \beta_4 * \text{ACO} + \beta_5 * \text{FFL} + \beta_6 * \text{DIR} \\ & + \beta_7 * \text{IND} + \beta_8 * \text{TAM} + \beta_9 * \text{CFI} + \beta_{10} * \text{PGC} + \beta_{11} * \text{PRC} + \beta_{12} * \text{NIV} + \beta_{13} * \text{NOV} \\ & + \beta_{14} * \text{SET} + c \end{aligned}$$

**Em que:**

EBIT/AT = LAJIR sobre o Ativo Total

BETA = Índice beta de volatilidade

Q = Q de Tobin (Valor de Mercado)

c = Erro residual de captação de componente não-sistemático

$\beta_0$  = Intercepto da variável quando todas as demais se apresentam nulas

## 4. ANÁLISE DE RESULTADOS

### 4.1 – CGOV (Coeficiente de Governança Corporativa)

Inicialmente, as principais estatísticas relativas ao CGOV foram analisadas para conhecer, de forma geral, como as empresas se comportaram com relação às boas práticas de governança corporativa. Assim, percebe-se, através da Tabela 2 que de 0 a 12 pontos, a média de pontos alcançada pelas empresas que era de 3,2 em 2002 atingiu mais de cinco pontos em 2004, o que revela uma tendência de crescimento ao longo dos anos estudados.

**TABELA 2**  
**Principais estatísticas do CGOV**

	CGOV		
	2004	2003	2002
MÉDIA	5.08	4.90	3.20
MEDIANA	5.00	5.00	3.00
MODA	6.00	6.00	3.00
1º QUARTIL	4.00	4.00	2.00
2º QUARTIL	5.00	5.00	3.00
3º QUARTIL	6.00	6.00	4.00
4º QUARTIL	8.00	9.00	7.00
MÍNIMO	1.00	1.00	-
MÁXIMO	8.00	9.00	7.00
DESVIO-PADRÃO	1.71	1.82	1.36

Fonte: Próprio autor

A análise da mediana permite afirmar que, em 2004, pelo menos metade das empresas apresentaram coeficientes abaixo da média, o que indica uma leve assimetria

positiva na distribuição. O coeficiente mais encontrado foi o seis, nos anos de 2003 e 2004, freqüente em 28 e 29 empresas respectivamente.

## 4.2 – Estrutura de Propriedade

### 4.2.1 – Concentração de Votos e Propriedade

No que diz respeito à concentração de votos e propriedade, percebe-se que, em média, nos anos de 2002 a 2004, 75% das ações ordinárias pertencem aos controladores, sem apresentar alterações ao longo do período. Já a mediana da distribuição apresenta leve tendência de crescimento nos três anos, com valores entre 77% e 81%, o que implica dizer que a distribuição apresenta pequena assimetria negativa.

**TABELA 3**  
**Propriedade das ações ordinárias e totais por parte dos controladores**

	TOTAL AÇÃO ORD. CONTROLADOR (%)			TOTAL AÇÃO ORD.& PREF. CONTROLADOR (%)		
	2004	2003	2002	2004	2003	2002
MÉDIA	76.5%	75.5%	74.6%	53.0%	52.2%	51.1%
MEDIANA	81.5%	80.1%	77.4%	51.8%	50.1%	49.5%
MODA	100.0%	100.0%	100.0%	50.3%	89.2%	89.2%
1º QUARTIL	60.0%	58.9%	58.9%	35.1%	33.6%	32.1%
2º QUARTIL	81.5%	80.1%	77.4%	51.8%	50.1%	49.5%
3º QUARTIL	94.3%	91.9%	89.8%	67.7%	70.6%	69.1%
4º QUARTIL	100.0%	100.0%	100.0%	99.0%	99.0%	99.0%
MÍNIMO	11.3%	11.2%	14.3%	6.5%	6.5%	7.0%
MÁXIMO	100.0%	100.0%	100.0%	99.0%	99.0%	99.0%
DESVIO PADRÃO	20.4%	20.3%	20.0%	23.2%	23.3%	23.0%

Fonte: Próprio autor

O valor modal ficou em 100%, com seis empresas em 2004 apresentando o controlador com propriedade total das ações ordinárias. A análise quartílica evidencia que, nos anos de 2003 e 2004, 25% dos controladores das empresas estudadas detinham, no mínimo, 92% das ações ordinárias, número este em que se observa leve tendência de crescimento. O valor mínimo apresentado na amostra esteve entre 11% e 12% nos três anos. O desvio-padrão mostra que a dispersão média em torno da média aritmética ficou em torno de 20% para os anos estudados, não apresentando variações significativas.

Ao se analisar a propriedade das ações totais das companhias (ordinárias e preferenciais), percebe-se que naturalmente a propriedade dos controladores diminui em relação às ações puramente ordinárias, até pela representatividade do direito ao voto que a ação preferencial não possui, o que desestimula a propriedade por parte do controlador. A média de propriedade das ações totais dos controladores ficou um pouco acima dos 50% nos três anos estudados. Já a mediana apresentou valores entre 49% e 51%, todos abaixo da média, o que implica afirmar que a distribuição apresenta assimetria levemente positiva.

Os quartis evidenciam uma distribuição menos concentrada do que a distribuição das ações ordinárias, como mostram os dados do 2º quartil, que ficou em torno dos 50% e o terceiro, em torno de 70%. O valor mínimo encontrado foi de 6,5% e o desvio-padrão girou em torno de 23% nos anos pesquisados.

**TABELA 4**  
**Concentração de votos por parte dos controladores**

	VOT		
	2004	2003	2002
Não apresenta concentração de votos	5.1%	6.0%	6.8%
Apresenta concentração de votos	94.9%	94.0%	93.2%

Fonte: Próprio autor

Com relação à concentração de votos dos controladores, percebe-se que quase 95% das empresas estudadas apresenta concentração de votos, uma vez que detêm mais de 50% das ações ordinárias. Pode-se notar também que ainda existe uma tendência de crescimento nesse valor no último triênio.

**TABELA 5**  
**Concentração de propriedade por parte dos controladores**

	PROP		
	2004	2003	2002
Não apresenta concentração de propriedade	46.2%	49.6%	50.4%
Apresenta concentração de propriedade	53.8%	50.4%	49.6%

Fonte: Próprio autor

Já no que diz respeito à concentração de propriedade dos controladores, um pouco mais da metade não apresentou concentração de propriedade em 2002. Nos anos de 2003 e 2004, esse valor reduziu para 49,6% e 46,2% respectivamente. Essa redução pode ser explicada pelo fato da concentração de ações ordinárias ter apresentado um pequeno aumento nos últimos anos, conforme demonstração na tabela 5.

#### 4.2.2 – Excesso de votos dos controladores

**TABELA 6**  
**Excesso de votos por parte dos controladores**

	EXC		
	2004	2003	2002
Não apresenta excesso de votos	15.4%	13.7%	12.0%
Apresenta excesso de votos	84.6%	86.3%	88.0%

Fonte: Próprio autor

Conforme mencionado na metodologia, o excesso de votos corresponde à sobra que o controlador ainda apresenta no direito de voto das decisões da companhia. A tabela demonstra que 88% das empresas apresentaram excesso de votos em 2002. Já em 2003 e 2004, o valor cai para 86,3% e 84,6%. Apenas 14 das 117 empresas estudadas não apresentaram excesso de votos nos três anos simultaneamente. Essa estatística reforça a idéia de que o sistema de mercado de capitais brasileiro apresenta perfil pouco pulverizado e com um número reduzido de investidores, embora apresente leve tendência de diminuição de concentração.

#### 4.2.3 – Free-float

De acordo com o IBGC, o *free-float* corresponde ao volume de ações que a companhia disponibiliza para livre negociação no mercado. A tabela 7 evidencia que é a partir do ano de 2003 que as companhias começaram a disponibilizar essa informação no relatório de divulgação de informações ao mercado (DIVEXT). A média de free-float no ano de 2003 foi de 47%, aumentando para quase 50% em 2004. Uma análise dos quartis em 2004 permite inferir que os valores se apresentaram quase

uniformemente distribuídos, já que o 2º e 3º quartis se apresentaram próximos de 50% e 75%.

**TABELA 7**  
***Free-Float das companhias estudadas***

MÉDIA	49.9%	47.0%	N/D
MEDIANA	47.5%	44.9%	N/D
MODA	100.0%	100.0%	N/D
1º QUARTIL	22.0%	18.4%	N/D
2º QUARTIL	47.5%	44.9%	N/D
3º QUARTIL	73.1%	68.6%	N/D
4º QUARTIL	100.0%	100.0%	N/D
MÍNIMO	0.0%	0.0%	N/D
MÁXIMO	100.0%	100.0%	N/D
DESVIO PADRÃO	33.1%	34.6%	N/D

Fonte: Próprio autor

Os números de 2003 se justificam à medida que as bolsas e corretoras adotaram, a partir desse ano, alguns mecanismos para aumentar a liquidez, por exemplo, a criação do *market maker*<sup>27</sup>, a popularização do mercado (visitas das Bolsas a shoppings, praias, universidades), a criação do *home-broker* para investimento direto pela Internet. Além disso, é no segundo semestre de 2002 que são criados os Níveis 1 e 2 na BOVESPA, o que estimulou as empresas a aumentarem a liquidez através do aumento da oferta de ações ao mercado.

<sup>27</sup> Regulamentado de acordo com a instrução 384/2003 da CVM

**TABELA 8**  
**Companhias com free-float maior que 25%**

	FREE-FLOAT		
	2004	2003	2002
Apresenta <i>Free-Float</i> maior que 25%	72.6%	68.4%	N/D
Não apresenta <i>Free-float</i> maior que 25%	27.4%	31.6%	N/D

Fonte: Próprio autor

A BOVESPA exige para ingresso no Nível 1 que a companhia disponibilize no mínimo 25% do total de suas ações ao mercado para livre negociação. Nesse sentido, a tabela 8 demonstra que o número de companhias que apresentaram *fre-float* maior que 25% em 2003 quase atingiu 70% das empresas pesquisadas. Cerca de 73% das companhias apresentaram *free-float* maior que 25% no ano de 2004. Os dados evidenciam uma clara tendência de aumento do *free-float* das companhias listadas na BOVESPA, principalmente após o surgimento dos níveis especiais da BOVESPA. Os dados relativos ao ano de 2002 não se apresentaram disponíveis para consulta.

#### 4.2.4 – Acordo de acionistas

**TABELA 9**  
**Companhias que realizaram acordo com acionistas**

	ACORDO COM ACIONISTA		
	2004	2003	2002
Apresenta acordo com acionistas	29.9%	29.1%	27.4%
Não apresenta acordo com acionistas	70.1%	70.9%	72.6%

Fonte: Próprio autor

Quanto à realização de acordo com acionistas, somente 30% das empresas, aproximadamente, realizaram acordos com acionistas nos três anos estudados. Cerca de 27 empresas apresentaram acordo com acionistas nos três anos consecutivamente. Não há evidências claras de crescimento desses valores, tendendo mais à estagnação dessa prática nas companhias.

### **4.3 – Papel e Estrutura do Conselho**

#### *4.3.1 – Diretor Executivo e Presidente do Conselho de Administração*

A separação entre a direção da companhia e a presidência do Conselho de Administração é um importante fator de credibilidade e transparência ao mercado, uma vez que as decisões tomadas pelos gestores são validadas por decisores distintos, o que inibe a conivência e o viés com práticas de gestão prejudiciais à empresa.

Nesse sentido, a tabela 10 demonstra que, no ano de 2002, cerca de 26,5% das companhias apresentavam a figura do Diretor Executivo acumulada com a do Presidente do Conselho de Administração. O número aumenta para 31,6% nos anos de 2003 e 2004. A cumulatividade das funções é mais comumente encontrada em empresas familiares, cujo receio de interferências externas é mais evidente. No entanto esse comportamento muitas vezes é encarado com desconfiança por parte dos investidores.

**TABELA 10**  
**Companhias em que o Diretor Executivo é o Presidente do Conselho**

	<b>DIRETOR = PRESIDENTE?</b>		
	<b>2004</b>	<b>2003</b>	<b>2002</b>
O Diretor Executivo é o Presidente do Cons. Adm.	31.6%	31.6%	26.5%
O Diretor Executivo não é o Presidente do Cons. Adm.	68.4%	68.4%	73.5%

Fonte: Próprio autor

#### 4.3.2 – Composição e Independência do Conselho de Administração

**TABELA 11**  
**Tamanho do Conselho de Administração**

	<b>TAMANHO DO CONSELHO</b>		
	<b>2004</b>	<b>2003</b>	<b>2002</b>
MÉDIA	12	12	12
MEDIANA	12	12	11
MODA	15	13	10
1º QUARTIL	8	9	8
2º QUARTIL	12	12	11
3º QUARTIL	15	15	14
4º QUARTIL	27	27	27
MÍNIMO	3	4	4
MÁXIMO	27	27	27
DESVIO PADRÃO	5	5	5

Fonte: Próprio autor

De acordo com a tabela 11, o tamanho médio do Conselho nas empresas pesquisadas foi de 12 membros para os três anos, o que foge um pouco à recomendação do IBGC. Existem conselhos cuja composição varia de três a 27 membros, resultando em uma amplitude de 24 conselheiros. A análise do primeiro quartil evidencia um dado importante: apenas 25% das empresas em 2003 e 2004 apresentaram conselhos com até

oito e nove membros respectivamente, o que implica afirmar que apenas um quarto das companhias está no limite máximo do tamanho do conselho sugerido pelo IBGC. O desvio-padrão foi de cinco conselheiros e se mostrou estável nos três anos.

**TABELA 12**  
**Conselhos de Administração entre 05 e 09 membros**

	<b>TAMANHO DE 5 A 9</b>		
	<b>2004</b>	<b>2003</b>	<b>2002</b>
O Conselho de Administração não tem entre 05 e 09 membros	68.4%	70.1%	67.5%
O Conselho de Administração tem entre 05 e 09 membros	31.6%	29.9%	32.5%

Fonte: Próprio autor

O IBGC recomenda que o Conselho de Administração deva ter entre cinco e nove membros. Da mesma forma, a BOVESPA exige, para ingresso no Nível 2 que o tamanho do Conselho de Administração seja de, no mínimo, cinco membros, sem, no entanto, recomendar limites máximos. Com relação ao enquadramento da composição dos Conselhos das empresas estudadas, apenas cerca de 30% das empresas, em média, apresentam Conselhos com cinco a nove membros. No entanto os dados não traduzem nenhuma tendência para os próximos anos, uma vez que o ano de 2003 foi o que apresentou maior quantidade de empresas com Conselhos com menos de cinco ou mais de nove membros em sua composição (70,1%). Em 2004, houve pequena queda desse número (68,4%).

**TABELA 13**  
**Composição do Conselho de Administração**

	Nº DE CONS. EXTERNOS			Nº DE CONS. INTERNOS		
	2004	2003	2002	2004	2003	2002
MÉDIA	7	7	6	6	6	6
MEDIANA	6	6	6	6	6	5
MODA	4	4	4	3	3	4
1º QUARTIL	4	4	4	3	3	4
2º QUARTIL	6	6	6	6	6	5
3º QUARTIL	9	8	8	7	7	7
4º QUARTIL	20	20	16	16	17	21
MÍNIMO	2	2	2	1	2	2
MÁXIMO	20	20	16	16	17	21
DESVIO PADRÃO	3	3	3	3	3	3

Fonte: Próprio autor

A composição do Conselho de Administração divide-se em conselheiros externos e internos. A média de conselheiros externos variou entre seis e sete nos três anos estudados, enquanto que o número médio de conselheiros internos foi de seis para todo o período. O valor modal para conselheiros externos foi quatro, já que 19 empresas apresentaram esse valor em 2004. A análise quartílica permite afirmar que metade das empresas apresentam até seis conselheiros externos e internos. Existiu conselho com apenas um membro interno em 2004 e o desvio-padrão variou entre 2,5 e 3,5 nos anos estudados.

A independência do Conselho de Administração mede o grau de autonomia que os conselheiros externos têm em relação aos conselheiros internos. A tabela apresenta que a independência esteve presente em quase 60% em 2002, aumentando para até 68% em 2004. Os dados demonstram tendência de crescimento da independência do Conselho de Administração nas empresas pesquisadas nos últimos anos.

**TABELA 14**  
**Independência do Conselho de Administração**

	INDEPENDÊNCIA DO CONSELHO		
	2004	2003	2002
Existe independência do Conselho	68.4%	65.0%	59.0%
Não existe independência do Conselho	31.6%	35.0%	41.0%

Fonte: Próprio autor

*4.3.3 – Existência de Conselho Fiscal*

**TABELA 15**  
**Atuação do Conselho Fiscal**

	EXISTE CONSELHO FISCAL?		
	2004	2003	2002
Existe Conselho Fiscal na companhia	78.6%	76.1%	N/D
Não existe Conselho Fiscal na companhia	21.4%	23.9%	N/D

Fonte: Próprio autor

Com relação à presença e atuação do Conselho Fiscal nas companhias, o ano de 2002 não apresentou nenhuma informação, tendo em vista que, somente a partir de 2003, as informações foram inseridas no relatório da BOVESPA/CVM. O ano de 2003 apresentou cerca de 76% das empresas estudadas com Conselhos Fiscais já organizados. Mais uma vez, as empresas familiares foram as principais responsáveis pelo pouco mais de 20% das companhias que não dispõem de Conselhos Fiscais.

#### 4.3.4 – Remuneração dos diretores e conselheiros sobre o lucro

**TABELA 16**  
**Remuneração variável para Diretoria e Conselho**

	PARTIC. EM LUCROS		
	2004	2003	2002
Existe remuneração com participação nos lucros para diretores e cor	50.4%	51.3%	53.0%
Não existe remuneração com participação nos lucros para diretores	49.6%	48.7%	47.0%

Fonte: Próprio autor

No que tange à remuneração de diretores e conselheiros atrelada aos lucros da companhia, percebe-se que essa prática vem decrescendo levemente no triênio estudado, passando de 53% em 2002 para 50,4% para 2004. Embora essa prática seja sugerida pelo IBGC, no último ano estudado (2004), quase metade das companhias não apresentou remunerações variáveis para seus diretores e conselheiros.

#### 4.4 – Divulgação da Responsabilidade Corporativa

O sistema de coleta de dados utilizado na pesquisa foi o DIVEXT – Divulgação Externa – disponibilizada pela BOVESPA e CVM. Em sua base de dados, o sistema apresenta uma seção específica para as informações sobre práticas de governança corporativa<sup>28</sup>. Com relação às empresas estudadas, nenhuma disponibilizou informações no ano de 2002, já que essa informação só passou a fazer parte do questionário a partir

<sup>28</sup> Grupo 20 – Informações sobre Governança Corporativa.

de 2003. Em 2003, 32,5% das empresas apresentaram informações sobre governança corporativa em suas informações anuais divulgadas. Esse número aumenta para 41% em 2004.

**TABELA 17**  
**Divulgação de Práticas de Governança Corporativa**

	DIVULGAÇÃO GOV. CORPORATIVA		
	2004	2003	2002
Há divulgação de práticas de Governança Corporativa	41.0%	32.5%	N/D
Não há divulgação de práticas de Governança Corporativa	59.0%	67.5%	N/D

Fonte: Próprio autor

#### 4.5 – Relações entre o Desempenho Organizacional e a Governança Corporativa

Como a metodologia utilizada nas regressões foi a elaboração de painéis, isso implica afirmar que os artifícios estatísticos de correção de eventuais distorções tornam-se mais restritos, tendo em vista que as análises *cross-sections* e séries temporais, separadamente, apresentam maior maleabilidade de ajuste.

Nesse sentido, conforme abordado na metodologia deste trabalho, as regressões múltiplas elaboradas foram compostas sob dois aspectos utilizando o software E-views<sup>29</sup>: a do intercepto comum sem ponderação (*no weighting*) e a do intercepto

<sup>29</sup> O E-views trabalha com basicamente quatro opções de intercepto e quatro opções de ponderação a serem combinadas entre si. Como intercepto, têm-se: sem intercepto, intercepto comum, efeitos fixos e efeitos aleatórios. Já como ponderação, têm-se: sem ponderação, ponderação *cross-section*, SUR e *iterate to convergence*. Okimura (2003) chegou a utilizar alguns desses itens em seu trabalho.

comum com ponderação *cross-section*; esse último utilizado como artifício para melhorar o nível de explicação das variáveis dependentes propostas.

Assim, como forma de abreviar a análise do trabalho, optou-se por apresentar diretamente as regressões já com as ponderações *cross-section*, tendo em vista que essas se apresentaram muito mais consistentes que as regressões sem ponderação.

O nível de significância para todas as variáveis foi de 5%. Em todas as regressões, buscou-se corrigir problemas com heterocedasticidade através do teste de White, disponível no *software* econométrico utilizado (*E-views*). As observações cujos valores não se encontraram na região aceitável de até três desvios-padrão acima e abaixo da média foram consideradas como *out-liers* e, portanto, descartadas da análise.

#### 4.5.1 – Rentabilidade e Governança Corporativa

O EBIT é um indicador de análise de desempenho operacional das atividades da empresa. A exclusão das receitas e despesas financeiras desse indicador propicia uma análise mais “pura” da atividade operacional da empresa, não se enveredando por questões relativas ao custo de capital e estrutura de financiamento da corporação. Trata-se, portanto, de um indicador mais preciso em se tratando de desempenho operacional.

Inicialmente, ao se analisar a regressão com intercepto comum com ponderação, percebe-se que, dentre as variáveis independentes listadas no modelo, apenas duas não se apresentaram significativas: FFL e CFI. Todas as demais se apresentaram significativas a 1% do nível de significância.

O modelo de intercepto comum com ponderação da variável EBIT apresentou um  $R^2$  ajustado de 0,91, o que indica que o modelo está bem explicado. Quanto à estatística de Durbin-Watson, cumpre mencionar que ela não deve ser interpretada à risca da mesma forma que nos estudos envolvendo *cross-section* e séries temporais, até porque a auto-correlação existente em uma análise em painel é, de certa forma, mais difícil de ser evitada. O que se vê nos estudos em painel é que a auto-correlação pode existir de uma mesma empresa em anos diferentes, de uma empresa com outra no mesmo ano ou em anos diferentes. Dessa forma, a análise da estatística de Durbin-Watson não se tornou preponderante na avaliação da qualidade do modelo estimado.

Quanto à concentração de votos (VOT), verificou-se um coeficiente positivo (0.10) a 1% de nível de significância, o que permite afirmar que empresas com maiores concentração de votos apresentaram, na média, rentabilidade superior. Por outro lado, de forma contraditória, aquelas empresas que apresentaram excesso de propriedade (PROP) e excesso de votos (EXC) junto ao controlador apresentaram rentabilidades inferiores em vinte e dois e nove pontos percentuais, respectivamente.

No que diz respeito ao diretor executivo ocupar o mesmo cargo de presidente do Conselho de Administração (DIR), o resultado indica que aquelas empresas que apresentaram pessoas distintas no cargo tiveram, em média, um pouco mais de três pontos percentuais a mais nos seus indicadores EBIT. Mais uma vez, reforça-se a idéia de que a não-cumulatividade de cargos do diretor executivo transmite maior transparência de gestão e confiabilidade aos investidores e acionistas, aumentando a eficiência operacional da empresa.

Quanto ao tamanho do Conselho de Administração, a tabela a seguir demonstra uma relação direta com o EBIT, ou seja, quanto maior o Conselho da companhia, maior o EBIT. Esse resultado confirma o argumento que, em Conselhos maiores, há ganhos

significativos de qualidade no processo decisório, já que é articulada uma gama muito vasta de opiniões por parte dos diversos conselheiros.

Quanto à independência do Conselho (IND), a hipótese de quanto maior o grau de independência, maior a rentabilidade, foi confirmada, embora o coeficiente não tenha sido muito elevado (quase dois pontos percentuais). Isso indica que a independência do Conselho pode anular decisões discricionárias por parte dos dirigentes da companhia, de forma a garantir a transparência de gestão e o compromisso maior com a empresa.

Aquelas empresas em que houve divulgação de práticas de governança corporativa apresentaram na média, EBIT maiores que as demais. Já no caso da existência da remuneração de diretores e conselheiros atrelada ao lucro, o resultado foi o inverso: aquelas empresas que adotam sistemas de remuneração variável ao lucro apresentaram rentabilidades inferiores às demais, na média.

No que tange às variáveis de controle, os setores de mineração (MIN), papel e celulose (PAP) e siderurgia e metalurgia (SID) apresentaram, em média, LOAT maiores que o setor de energia elétrica. Os demais setores (ALI, COM, CONS, ELE, MAQ, OUT, QUI, TEX, TRA, VEI) apresentaram rentabilidade inferior.

**TABELA 18**

**Regressão – EBIT – Intercepto Comum com ponderação**

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.028324	0.022504	1.258618	0.2091
<b>VOT?</b>	<b>0.106242</b>	<b>0.015232</b>	<b>6.974885</b>	<b>0.0000</b>
<b>PROP?</b>	<b>-0.227271</b>	<b>0.023206</b>	<b>-9.793795</b>	<b>0.0000</b>
<b>EXC?</b>	<b>-0.096023</b>	<b>0.006481</b>	<b>-14.81501</b>	<b>0.0000</b>
<b>ACO?</b>	<b>-0.049947</b>	<b>0.003984</b>	<b>-12.53581</b>	<b>0.0000</b>
FFL?	-0.008405	0.005288	-1.589606	0.1129

<b>DIR?</b>	<b>0.031645</b>	<b>0.003830</b>	<b>8.262602</b>	<b>0.0000</b>
<b>IND?</b>	<b>0.019984</b>	<b>0.007670</b>	<b>2.605348</b>	<b>0.0096</b>
<b>TAM?</b>	<b>0.198758</b>	<b>0.012733</b>	<b>15.61026</b>	<b>0.0000</b>
CFI?	-0.007227	0.004030	-1.793619	0.0738
<b>PGC?</b>	<b>-0.030707</b>	<b>0.003199</b>	<b>-9.599057</b>	<b>0.0000</b>
<b>PRC?</b>	<b>0.035191</b>	<b>0.004356</b>	<b>8.079180</b>	<b>0.0000</b>
<b>NIV?</b>	<b>0.012923</b>	<b>0.004291</b>	<b>3.011753</b>	<b>0.0028</b>
<b>NOV?</b>	<b>0.113323</b>	<b>0.018012</b>	<b>6.291440</b>	<b>0.0000</b>
AGR?	-0.007609	0.014421	-0.527621	0.5981
<b>ALI?</b>	<b>-0.088304</b>	<b>0.010133</b>	<b>-8.714770</b>	<b>0.0000</b>
<b>COM?</b>	<b>-0.083706</b>	<b>0.011041</b>	<b>-7.581691</b>	<b>0.0000</b>
<b>CONS?</b>	<b>-0.168016</b>	<b>0.016956</b>	<b>-9.909171</b>	<b>0.0000</b>
<b>ELE?</b>	<b>-0.123325</b>	<b>0.010647</b>	<b>-11.58321</b>	<b>0.0000</b>
<b>MAQ?</b>	<b>-0.038118</b>	<b>0.014221</b>	<b>-2.680473</b>	<b>0.0077</b>
<b>MIN?</b>	<b>0.200558</b>	<b>0.012445</b>	<b>16.11551</b>	<b>0.0000</b>
MNM?	-0.014637	0.017669	-0.828371	0.4081
<b>OUT?</b>	<b>-0.033203</b>	<b>0.010978</b>	<b>-3.024421</b>	<b>0.0027</b>
<b>PAP?</b>	<b>0.134695</b>	<b>0.009356</b>	<b>14.39698</b>	<b>0.0000</b>
PET?	0.004270	0.017359	0.245963	0.8059
<b>QUI?</b>	<b>-0.020684</b>	<b>0.010133</b>	<b>-2.041310</b>	<b>0.0420</b>
<b>SID?</b>	<b>0.041272</b>	<b>0.009433</b>	<b>4.375459</b>	<b>0.0000</b>
TEL?	0.005566	0.009563	0.582072	0.5609
<b>TEX?</b>	<b>-0.069654</b>	<b>0.009242</b>	<b>-7.536277</b>	<b>0.0000</b>
<b>TRA?</b>	<b>-0.155607</b>	<b>0.008566</b>	<b>-18.16570</b>	<b>0.0000</b>
<b>VEI?</b>	<b>-0.026105</b>	<b>0.011155</b>	<b>-2.340202</b>	<b>0.0199</b>
Weighted Statistics				
R-squared	0.923065	Mean dependent var	0.334961	
Adjusted R-squared	0.915784	S.D. dependent var	0.469301	
S.E. of regression	0.136192	Sum squared resid	5.879760	
F-statistic	126.7780	Durbin-Watson stat	1.082613	
Prob(F-statistic)	0.000000			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.307199	Mean dependent var	0.148960	
Adjusted R-squared	0.241634	S.D. dependent var	0.168069	
S.E. of regression	0.146362	Sum squared resid	6.790700	
Durbin-Watson stat	0.604475			

Fonte: Elaborado pelo autor – Extraído do software *E-views*

Assim, a equação final estimada pelo modelo, sem incluir as variáveis de controle, apresentou os seguintes coeficientes:

$$\begin{aligned}
 \text{LOAT} = & 0.028324 + \mathbf{0.106242*VOT} - \mathbf{0.227271*PROP} - \mathbf{0.096023*EXC} - \\
 & \mathbf{0.049947*ACO} - 0.008405*FFL + \mathbf{0.031645*DIR} + \mathbf{0.019984*IND} + \mathbf{0.198758*TAM} \\
 & - 0.007227*CFI - \mathbf{0.030707*PGC} + \mathbf{0.035191*PRC} + \mathbf{0.012923*NIV} + \\
 & \mathbf{0.113323*NOV}
 \end{aligned}$$

#### 4.5.2 – Q DE TOBIN

A análise da regressão do Q de Tobin com intercepto comum ponderado foi a que apresentou um maior número de variáveis significativas diretamente relacionadas às variáveis independentes de governança. Foram oito variáveis diretamente relacionadas, a saber: PROP, EXC, FFL, IND, TAM, CFI, PRC e NOV. Apenas a variável NIV apresentou coeficiente negativo. Além disso, a regressão apresentou um R<sup>2</sup> ajustado de 0.82, o que pode ser considerado como bem explicativo para o modelo estimado.

A variável concentração de propriedade por parte do controlador (PROP) apresentou coeficiente positivo (0,34) em relação ao Q de Tobin, indicando que empresas com maiores concentrações de propriedade tendem a apresentar maiores valores de mercado, ou seja, os dados revelam que, na média, quanto maior a propriedade por parte do controlador das ações totais da empresa, maior foi o valor de mercado alcançado pela empresa no período. De forma semelhante, a variável excesso de votos do controlador (EXC) apresentou, curiosamente, relação direta com o valor de mercado das empresas. Isso significa dizer que empresas com excesso de propriedade de ações ordinárias por parte do controlador apresentaram, na média, maiores valores de mercados do que as demais empresas. Uma justificativa possível seria o fato do mercado de capitais ainda se apresentar pouco difuso e pulverizado com relação aos seus investidores. Assim, tradicionalmente, essa composição mais concentrada e oligopolista traz, ainda que involuntariamente, uma sensação maior de confiança e credibilidade para o mercado, o que pode culminar em valorizações maiores junto ao mesmo.

Por outro lado, as empresas que apresentaram maior grau de independência do Conselho de Administração (IND) e com tamanhos maiores (TAM) apresentaram

coeficientes positivos, indicando uma relação direta com o valor de mercado das empresas. Isso se explica à medida que a independência do Conselho se traduz em uma maior credibilidade da gestão junto ao mercado, já que o Conselho funciona como um órgão independente que respalda e norteia as decisões da companhia. O tamanho do Conselho (TAM), assim como na variável de rentabilidade, apresentou relação direta com a valorização de mercado da empresa. Assim, é válida a idéia de que conselhos maiores tendem a tomar melhores decisões que, de uma forma ou de outra, se reverta para a valorização da empresa no mercado.

Da mesma forma, a presença atuante do Conselho Fiscal em algumas empresas (CFI) permitiu que a valorização de mercados dessas empresas fosse superior às demais, o que ratifica a idéia de que a presença de um Conselho Fiscal torna o processo decisório e gerencial mais comprometido com os interesses da empresa.

Níveis mais altos de *free-float* (FFL) obtiveram também relação direta com o Q de Tobin encontrado para cada uma das empresas. Dessa forma, as empresas que disponibilizaram em maior quantidade ações para livre negociação junto ao mercado, apresentaram-se mais valorizadas, na média, que as demais.

Em relação à divulgação das práticas de governança corporativa (PGC) a relação encontrada não foi estatisticamente significante. Por outro lado, as empresas que remuneraram seus diretores e conselheiros de forma atrelada ao lucro apresentaram, em média, maiores valorizações junto ao mercado.

Alguns setores apresentaram valores de mercado superiores ao de energia elétrica (AGR, ALI, COM, MIN, OUT, PAP, SID e TEL). Por outro lado, apenas os setores PET, CONS e TEX apresentaram valores de mercado inferiores ao de energia elétrica.

TABELA 19

## Regressão – Q DE TOBIN – Intercepto Comum com ponderação

Dependent Variable: TOB?				
Method: GLS (Cross Section Weights)				
Date: 12/01/05 Time: 23:12				
Sample: 2002 2004				
Included observations: 3				
Number of cross-sections used: 114				
Total panel (balanced) observations: 342				
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
<b>C</b>	<b>-0.362730</b>	<b>0.048202</b>	<b>-7.525259</b>	<b>0.0000</b>
VOT?	0.055888	0.049983	1.118152	0.2644
<b>PROP?</b>	<b>0.339201</b>	<b>0.088875</b>	<b>3.816591</b>	<b>0.0002</b>
<b>EXC?</b>	<b>0.041523</b>	<b>0.019660</b>	<b>2.112045</b>	<b>0.0355</b>
ACO?	-0.001448	0.011419	-0.126785	0.8992
<b>FFL?</b>	<b>0.135026</b>	<b>0.022338</b>	<b>6.044701</b>	<b>0.0000</b>
DIR?	0.017078	0.012151	1.405520	0.1609
<b>IND?</b>	<b>0.236336</b>	<b>0.018454</b>	<b>12.80690</b>	<b>0.0000</b>
<b>TAM?</b>	<b>0.472589</b>	<b>0.041045</b>	<b>11.51381</b>	<b>0.0000</b>
<b>CFI?</b>	<b>0.051607</b>	<b>0.012543</b>	<b>4.114321</b>	<b>0.0000</b>
PGC?	-0.016381	0.011487	-1.426054	0.1549
<b>PRC?</b>	<b>0.053975</b>	<b>0.016065</b>	<b>3.359869</b>	<b>0.0009</b>
<b>NIV?</b>	<b>-0.175519</b>	<b>0.013838</b>	<b>-12.68381</b>	<b>0.0000</b>
<b>NOV?</b>	<b>0.203603</b>	<b>0.034110</b>	<b>5.968955</b>	<b>0.0000</b>
AGR?	0.212167	0.015325	13.84442	0.0000
ALI?	0.441853	0.098227	4.498278	0.0000
COM?	0.193439	0.035717	5.415866	0.0000
CONS?	-0.173601	0.038886	-4.464306	0.0000
ELE?	-0.015905	0.038875	-0.409125	0.6827
MAQ?	-0.112899	0.098870	-1.141895	0.2544
MIN?	0.846763	0.181381	4.668416	0.0000
MNM?	3.553829	8.858778	0.401165	0.6886
OUT?	0.219606	0.031228	7.032417	0.0000
PAP?	0.285132	0.021901	13.01896	0.0000
PET?	-0.059884	0.015915	-3.762791	0.0002
QUI?	-0.036759	0.022864	-1.607726	0.1089
SID?	0.204998	0.026414	7.760957	0.0000
TEL?	0.223925	0.023713	9.442938	0.0000
TEX?	-0.083234	0.032219	-2.583359	0.0102
VEI?	0.113395	0.031153	3.639931	0.0003
Weighted Statistics				
R-squared	0.838190	Mean dependent var	1.352138	
Adjusted R-squared	0.823150	S.D. dependent var	1.211589	
S.E. of regression	0.509516	Sum squared resid	80.99728	
F-statistic	55.73059	Durbin-Watson stat	0.805397	
Prob(F-statistic)	0.000000			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.338554	Mean dependent var	0.630947	
Adjusted R-squared	0.277074	S.D. dependent var	0.636742	
S.E. of regression	0.541390	Sum squared resid	91.44823	
Durbin-Watson stat	0.966550			

Fonte: Elaborado pelo autor – Extraído do software *E-views*

Uma observação interessante a ser feita diz respeito ao comportamento das variáveis NIV e NOV. A variável NIV apresentou coeficientes negativos, ou seja, as empresas que aderiram, entre 2002 e 2004, aos níveis 1 ou 2, apresentaram-se menos valorizadas que as demais. Já a variável NOV apresentou coeficiente positivo (0,20), indicando que empresas que aderiram no mesmo período ao Novo Mercado apresentaram maiores valorizações, na média, que as demais. Isso pode ser explicado pelo fato de que as empresas que atingiram o Novo Mercado, desde o lançamento dos mercados especiais em 2002, naturalmente apresentavam já há algum tempo práticas mais consolidadas, o que as permitiu migrar com maior rapidez. O mesmo não ocorre para os Níveis 01 e 02. As empresas que até 2004 conseguiram aderir aos Níveis 01 e 02, apresentaram práticas mais defasadas que as do Novo Mercado e que ao longo dos três anos do estudo (2002 a 2004) foram se desenvolvendo em ritmo menos acelerado.

Por fim, a equação estimada pelo modelo, sem a variável de controle (SET) apresentou os seguintes coeficientes:

$$\begin{aligned}
 \mathbf{Q\ DE\ TOBIN} = & \mathbf{-0.362730 + 0.055888*VOT + 0.339201*PROP + 0.041523*EXC -} \\
 & \mathbf{0.001448*ACO + 0.135026*FFL + 0.017078*DIR + 0.236336*IND +} \\
 & \mathbf{0.472589*TAM + 0.051607*CFI - 0.016381*PGC + 0.053975*PRC - 0.175519*NIV} \\
 & \mathbf{+ 0.203603*NOV + c}
 \end{aligned}$$

#### 4.5.5 – BETA

O índice beta tem como objetivo avaliar a volatilidade de cada empresa em relação ao mercado (comportamento do IBOVESPA). Por se tratar em sua maioria de questões que envolvam a transparência e credibilidade das empresas para os

investidores, o beta tornou-se talvez o mais importante elemento de análise deste trabalho, uma vez que consegue expressar de forma mais direta a relação do risco que cada empresa consegue reduzir ou não ao adotar boas práticas de governança corporativa.

Essa ponderação torna-se pertinente à medida que variáveis que envolvam desempenho financeiro (rentabilidade) ou valorização de mercado (como o Q de Tobin) apresentam relações mais fortes com questões que envolvam a gestão operacional das atividades e de sua estrutura de capital. Assim, entende-se que o beta corresponda à variável mais “pura” do trabalho, já que expurga por natureza as questões mais diretamente envolvidas com o dia-a-dia da empresa.

Por outro lado, uma forte limitação do beta é entender que, por mais abrangente que seja, o IBOVESPA não representa na plenitude o comportamento padrão do mercado. Além disso, entender que comportamentos passados não são garantias de comportamentos futuros é premissa básica na análise desse indicador.

Assim, por questões já explicadas na metodologia deste trabalho, optou-se por trabalhar com o beta relativo à série histórica de 36 meses anteriores à data do 4º trimestre fiscal de cada ano das companhias. Uma primeira regressão apresentou apenas cerca de 16% de explicação da variável dependente. Utilizando-se do método de intercepto comum ponderado, esta explicação aumenta para 88%.

Analisando-se a regressão (Tabela 20), percebe-se que o índice beta foi o que apresentou o menor número de variáveis significativas no modelo. Apenas as variáveis VOT e NOV apresentaram coeficientes positivos, enquanto que os das variáveis PROP, PRC E PGC apresentaram-se negativos.

A análise do VOT permite afirmar que uma maior concentração de votos dos controladores representa um maior nível de risco em relação ao mercado. Isso significa

dizer que, para as empresas que apresentaram o acionista controlador com maior porcentagem de ações ordinárias, isso representou um maior índice beta do que as demais empresas. Logo, sua volatilidade, na média, foi maior em relação às demais empresas.

Ao contrário do VOT, as empresas que apresentaram maior concentração de propriedade (PROP) apresentaram também menores valores de beta e, conseqüentemente, menores riscos associados. Esse comportamento pode ser explicado até pela própria natureza do mercado de capitais brasileiro, em que o volume de ações preferenciais supera e muito o volume de ações ordinárias emitidas. Assim, com o volume mais elevado, a oscilação do preço da ação tende a acompanhar, de forma geral, a oscilação do mercado, já que traz consigo um maior movimento de compra e venda dos títulos.

Com relação à remuneração dos conselheiros e diretores atrelada ao lucro (PRC), as empresas que adotaram tais práticas apresentaram, em média, menores riscos que as demais (em torno de oito pontos percentuais). O mesmo ocorreu para os casos em que a empresa divulgou, em suas informações anuais para a CVM, relatório específico de práticas de governança corporativa (PGC). O beta dessa empresa apresentou-se, na média, um pouco mais de três pontos percentuais abaixo do que as demais do mercado.

Cumprir mencionar que as empresas que entre 2002 e 2004 aderiram ao Novo Mercado (NOV) apresentaram, na média, maiores índices beta que as demais. Isso implica afirmar que a volatilidade do preço das ações dessas empresas foi maior no período estudado. Apesar da relação ser significativa estatisticamente, sua interpretação pode ser expúria, tendo em vista que a adesão ao Novo Mercado (NOV) exige um período mais longo para adaptação das empresas. Um prova disso é que, em março de 2003, apenas duas empresas tinham aderido ao Novo Mercado.

Assim, com relação ao beta, torna-se complicado avaliar a adesão ao Novo Mercado com variável independente tendo em vista que boa parte das adesões deu-se no ano final da pesquisa (2004), o que enviesava totalmente a análise do modelo. Esse viés poderia ser reduzido caso o estudo contemplasse análise *cross-section* no ano específico de migração (2004, por exemplo). Como na presente pesquisa optou-se pela utilização de análise em painel, a análise no beta, no caso de adesão aos níveis especiais de governança (NIV e NOV), não é, na prática, bom indicador para inferências dessa natureza. A tabela 20 realça em negrito os principais resultados alcançados:

**TABELA 20**  
**Regressão – BETA – Intercepto Comum com ponderação**

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.775875	0.066907	11.59627	0.0000
<b>VOT?</b>	<b>0.314968</b>	<b>0.079672</b>	<b>3.953321</b>	<b>0.0001</b>
<b>PROP?</b>	<b>-0.655759</b>	<b>0.131763</b>	<b>-4.976808</b>	<b>0.0000</b>
EXC?	-0.056494	0.029258	-1.930856	0.0544
ACO?	-0.009961	0.013076	-0.761778	0.4468
FFL?	-0.033879	0.019700	-1.719767	0.0865
DIR?	0.021647	0.020718	1.044866	0.2969
IND?	-0.000741	0.031357	-0.023621	0.9812
TAM?	0.035427	0.047733	0.742197	0.4585
CFI?	-0.024948	0.014116	-1.767360	0.0781
<b>PGC?</b>	<b>-0.032945</b>	<b>0.010736</b>	<b>-3.068602</b>	<b>0.0023</b>
<b>PRC?</b>	<b>-0.089202</b>	<b>0.014432</b>	<b>-6.180754</b>	<b>0.0000</b>
NIV?	0.007914	0.016930	0.467482	0.6405
<b>NOV?</b>	<b>0.269286</b>	<b>0.036494</b>	<b>7.378817</b>	<b>0.0000</b>
AGR?	-0.397399	0.575859	-0.690098	0.4906
ALI?	-0.018431	0.041533	-0.443764	0.6575
COM?	0.101265	0.036055	2.808637	0.0053
CONS?	-0.193582	0.075252	-2.572430	0.0106
ELE?	-0.177508	0.061103	-2.905085	0.0039
MAQ?	-0.264288	0.037751	-7.000796	0.0000
MIN?	-0.498327	0.036825	-13.53243	0.0000
MNM?	-0.232206	0.039444	-5.886934	0.0000
OUT?	0.115702	0.044472	2.601689	0.0097
PAP?	-0.263004	0.054369	-4.837416	0.0000
PET?	0.158102	0.058544	2.700584	0.0073
QUI?	-0.154026	0.042096	-3.658928	0.0003
SID?	-0.030664	0.049811	-0.615613	0.5386

TEL?	0.233650	0.041842	5.584041	0.0000
TEX?	-0.199567	0.040437	-4.935282	0.0000
TRA?	-0.177397	0.044838	-3.956443	0.0001
VEI?	-0.119801	0.044999	-2.662313	0.0082
<b>Weighted Statistics</b>				
R-squared	0.892963	Mean dependent var	1.037102	
Adjusted R-squared	0.882737	S.D. dependent var	1.013159	
S.E. of regression	0.346943	Sum squared resid	37.79606	
F-statistic	87.31907	Durbin-Watson stat	0.869583	
Prob(F-statistic)	0.000000			
<b>Unweighted Statistics</b>				
R-squared	0.260139	Mean dependent var	0.578722	
Adjusted R-squared	0.189452	S.D. dependent var	0.404960	
S.E. of regression	0.364588	Sum squared resid	41.73815	
Durbin-Watson stat	0.515779			

Fonte: Elaborado pelo autor – Extraído do software *E-views*

Por fim, a equação final estimada pelo modelo, sem a variável de controle setorial (SET), apresentou os seguintes coeficientes:

$$\begin{aligned}
 \mathbf{BETA} = & 0.775875 + 0.314968*VOT - 0.655759*PROP - 0.056494*EXC - \\
 & 0.009961*ACO - -0.033879*FFL + 0.021647*DIR - 0.00741*IND + 0.035427*TAM - \\
 & 0.024948*CFI - 0.032945*PGC - 0.089202*PRC + 0.007914*NIV + 0.269286*NOV + \\
 & c.
 \end{aligned}$$

## 5. CONCLUSÕES

### 5.1 – Acerca das práticas de governança corporativa

Com relação às práticas de governança corporativa, algumas considerações conclusivas tornam-se necessárias. A primeira diz respeito à tendência de crescimento da adoção de boas práticas de governança corporativa por parte das empresas da BOVESPA. Através da evolução do CGOV, percebe-se claramente que algumas das boas práticas de governança corporativa estão sendo mais relevadas pelas empresas nos últimos anos. Um forte exemplo é o nível de *free-float* atingido pelas companhias estudadas. No ano de 2004, quase 75% das empresas apresentaram *free-float* maior que 25%, o que indica um forte crescimento de tal prática por parte das empresas, motivado principalmente pela necessidade de captação de recursos junto ao mercado.

Aliado a isso, a crescente independência do Conselho de Administração em relação aos seus membros internos revela uma maior preocupação dos gestores quanto à transparência e prestação de contas para seus acionistas. No último ano pesquisado, quase 70% das empresas apresentaram independência em seus Conselhos. Outro fator importante é o que demonstra uma sistemática redução do excesso de votos por parte do controlador, o que possibilita afirmar uma maior abertura para participação dos acionistas minoritários. No entanto, o modelo de investimento do mercado de capitais está longe de ser desfigurado ou mais assemelhado ao modelo norte-americano, já que quase 95% dos acionistas controladores estudados ainda detêm mais de 50% das ações

ordinárias, o que caracteriza forte concentração de votos por parte dos acionistas majoritários.

## **5.2 – Acerca dos resultados entre governança corporativa e desempenho**

### *5.2.1 – Rentabilidade*

Com relação à variável de rentabilidade empregada na pesquisa (EBIT), pode-se concluir inicialmente que a mesma apresentou resultados pouco evidentes quanto à estrutura de propriedade e controle. Enquanto que, na variável relativa à propriedade de ações ordinárias por parte do controlador (VOT), a relação foi positiva, para as variáveis de propriedade de ações totais (PROP) e excesso de votos por parte do controlador (EXC) a relação apresentou-se negativa. Assim, cumpre mencionar que os resultados contraditórios encontrados evidenciam a necessidade de estudos mais específicos e aprofundados em questões que envolvam as características e natureza da distribuição acionária (preferencialistas e ordinaristas), bem como novas alternativas de cálculo quanto à concentração de votos e propriedade.

Os princípios de independência de atuação do Conselho de Administração (IND) e separação dos cargos de diretor executivo e presidente do Conselho (DIR), defendidos pelo Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC, foram confirmados como fatores positivos de rentabilidade superior das empresas estudadas. Outro princípio confirmado foi a importância da divulgação das práticas de governança

corporativa como fator de transparência e credibilidade ao mercado. As empresas que assim o fizeram obtiveram maiores rentabilidades.

A relação direta entre o tamanho do Conselho (TAM) e a rentabilidade reforça a idéia de que, quanto maior o Conselho, melhores são as decisões, do ponto de vista econômico. O mesmo ocorre com aquelas empresas que aderiram a níveis especiais da BOVESPA, seja o Nível 01, 02 ou Novo Mercado. Os resultados indicam que as empresas desses segmentos especiais lucraram mais, em média, durante o período estudado.

Um último ponto importante a se concluir é a relação inversa observada entre a remuneração variável dos administradores (atreladas ao lucro) e a rentabilidade. Empresas que não remuneraram seus administradores de forma atrelada ao lucro apresentaram, na média, rentabilidades superiores. Apesar de o estudo apresentar a limitação de não testar variáveis defasadas, comparando variáveis de um ano com o próximo ano (D+1), esse resultado não ratifica os resultados esperados nas recomendações do IBGC.

### *5.2.2 – Valor de Mercado*

O valor de mercado foi a variável dependente que mais pôde ser explicada pelas práticas de governança aplicadas ao estudo. Oito dentre as treze variáveis apresentaram significativas a 1% de nível de significância.

A primeira conclusão quanto à valorização de mercado é que a estrutura de propriedade e controle influencia, de acordo com os parâmetros do IBGC, de forma inversa ao esperado. Empresas que apresentaram maior concentração de propriedade por parte dos controladores detiveram, na média, valorizações mais elevadas de

mercado. Empresas cujos majoritários detinham excesso de votos experimentaram um Q de Tobin mais elevado, sugerindo que a expropriação do poder de decisão dos minoritários não significa, necessariamente, falta de confiabilidade e segurança por parte dos investidores. Assim, quanto mais concentrada a propriedade e maior o excesso de voto do controlador, maior a valorização experimentada pela empresa.

Quanto à realização de acordo com acionistas e a atuação independente do Conselho de Administração, as empresas que apresentaram ambos aumentaram, em média, o valor de mercado das empresas durante o período estudado. Essa idéia corrobora os princípios defendidos pelo IBGC em seu Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa de que o acordo com acionistas e a atuação independente do Conselho garante maior transparência e credibilidade aos investidores.

Uma importante conclusão diz respeito à relação entre a ocupação dos cargos de diretor executivo e presidente do conselho de administração por pessoas diferentes e o valor de mercado da empresa. Pelos dados apresentados, as empresas cujos cargos foram ocupados por pessoas distintas apresentaram, na média, menores valores de mercado, contradizendo as orientações fornecidas pelo IBGC.

Por último, as empresas que aderiram ao Novo Mercado apresentaram, na média, maiores valorizações de mercado do que as demais, o que de certa forma corrobora a hipótese de que a adesão aos níveis especiais da BOVESPA gera maior credibilidade e atração por parte dos investidores. É importante ressaltar que os níveis 01 e 02 não apresentaram relação estatisticamente consistente, motivado talvez pelo período estudado, que coincidiu com o lançamento dos níveis especiais da BOVESPA (2002).

### 5.2.3 – Volatilidade

A volatilidade das empresas foi avaliada exclusivamente de acordo com o índice beta de cada uma delas. Ao contrário de variáveis como a rentabilidade e valor de mercado, a volatilidade materializa, de forma mais direta, a sensação que as práticas de governança corporativa pretendem passar ao investidor. Por exemplo, a credibilidade do processo decisório de uma companhia é um fator que impacta diretamente o risco associado ao negócio dessa companhia.

Assim, se uma empresa apresenta padrões claros, transparentes e rígidos de gestão, é provável que essa empresa diminua o risco de se investir nela, o que, por sua vez, faz com que o seu custo de capital tenda a ser mais baixo. Nesse contexto, a volatilidade apresenta, teoricamente, uma relação mais estreita com as práticas de governança corporativa do que variáveis como rentabilidade e valor de mercado que, de certa forma, dependem muito mais do desempenho operacional da instituição.

Assim, apesar de toda a proximidade existente com a governança corporativa, a volatilidade foi a variável que apresentou o menor número de variáveis significativas do modelo: apenas cinco das 13 estudadas.

A concentração de votos (VOT) apresentou-se como fator para aumento da volatilidade, corroborando a hipótese de que há, por parte do mercado, maior desconfiança de investimento em empresas cujo controlador detém excesso de votos. Por outro lado, a concentração de propriedade se comporta de forma inversa, principalmente pelo fato do volume de ações preferenciais negociadas ser bem mais elevado que as ordinárias o que, de certa forma, se aproxima mais do comportamento do mercado.

No que diz respeito à volatilidade, destaca-se como conclusão apenas que as empresas que divulgaram suas práticas de governança corporativa (PGC) e que remuneraram seus administradores de forma atrelada ao lucro (PRC) apresentaram menor risco, na média, do que as demais empresas. Variáveis relativas ao Conselho de Administração, Conselho Fiscal, Cargos de Diretor Executivo e Presidente do Conselho e acordo com acionistas sequer apresentaram relação estatisticamente significativa.

A análise do VOT permite afirmar que uma maior concentração de votos dos controladores representa um maior nível de risco em relação ao mercado. Isso significa dizer que, para as empresas que apresentaram o acionista controlador com maior porcentagem de ações ordinárias, isso representou um maior índice beta do que as demais empresas. Logo, sua volatilidade, na média, foi maior em relação às demais empresas.

Ao contrário do VOT, as empresas que apresentaram maior concentração de propriedade (PROP) apresentaram também menores valores de beta e conseqüentemente, menores riscos associados. Esse comportamento pode ser explicado até pela própria natureza do mercado de capitais brasileiro, em que o volume de ações preferenciais supera e muito o volume de ações ordinárias emitidas. Assim, com o volume mais elevado, a oscilação do preço da ação tende a acompanhar, de forma geral, a oscilação do mercado, já que traz consigo um maior movimento de compra e venda dos títulos.

### 5.3 – Limitações da pesquisa

A limitação mais importante da pesquisa diz respeito à desconsideração da estrutura de capital como um fator do desempenho financeiro. Essa foi uma escolha arbitrária neste estudo, tendo em vista que o objetivo do trabalho não foi explicar ao máximo as variáveis de desempenho, mas buscar relacioná-las com a governança corporativa.

Uma segunda limitação da pesquisa diz respeito às variáveis defasadas utilizadas nas equações e modelos propostos. A adoção de boas práticas de governança corporativa não é percebida pelo mercado instantaneamente, de forma a propiciar desempenhos de curtíssimo prazo. Embora alguns estudos busquem avaliar retornos anormais positivos nos pregões imediatamente posteriores à adesão de níveis especiais de governança da BOVESPA, ainda assim, é razoável afirmar que existe um intervalo de tempo entre a adoção de medidas por parte da empresa e a percepção por parte do investidor.

A qualidade das informações disponibilizadas nos demonstrativos financeiros e nos relatórios de administração não é confiável em sua totalidade. Apesar de estar respaldado por órgãos fiscalizadores como a CVM e a própria BOVESPA, exemplos recentes de escândalos corporativos envolvendo fraudes em demonstrativos suscitam o questionamento quanto à confiabilidade das informações utilizadas nas análises realizadas. Alguns dados do sistema DIVEXT apresentaram-se de forma incoerente: um exemplo foi a disponibilização de informações retroagidas quanto à composição do Conselho Fiscal de três empresas. O relatório apresentava, em 2002, a composição do Conselho que só tomaria posse no final de 2003.

Uma limitação importante de ser mencionada trata da relação de causalidade entre as variáveis estudadas. Embora o escopo da pesquisa seja atribuir relação entre governança e desempenho, não se pode afirmar que a relação seja necessariamente nesse sentido. A governança pode ocorrer por causa do bom ou mau desempenho como também o bom ou mau desempenho pode ser causado pela governança. Portanto, o presente estudo não pode, em hipótese alguma, garantir o sentido de causalidade entre as variáveis estudadas.

Quanto aos dados financeiros, destaca-se a limitação de que o índice beta foi avaliado apenas com série histórica de 36 meses, tendo em vista que um maior horizonte propiciaria uma redução significativa da amostra.

Como todo modelo econométrico estabelecido, algumas limitações relativas à validação da consistência e significância são verificadas, principalmente porque não foram esgotadas todas as alternativas de correção dos modelos econométricos estimados, por exemplo, a realização dos testes de especificação e estacionaridade.

Algumas variáveis independentes podem apresentar fraca consistência em sua composição, se observado determinado contexto. Por exemplo, a independência do Conselho, embora exista na estatística, pode ficar comprometida ao passo que os membros externos tenham vínculos afetivos e sociais com os membros internos e gestores. Um outro exemplo é a ocupação dos cargos de diretor executivo e presidente do Conselho de Administração. Embora possam ser pessoas distintas, não há garantias de que o vínculo entre eles não interfira nas decisões e relacionamento com a empresa. A variável independente PGC (Divulgação de Práticas de Governança Corporativa) apresenta caráter eminentemente subjetivo. Não há como avaliar, criteriosamente, a qualidade da divulgação das práticas de governança corporativa no sistema DIVEXT se não existe modelo formatado para tal.

Apesar do presente estudo estender-se até fevereiro de 2006, é exatamente nessa data que estava prevista a atualização dos requisitos de ingresso para os mercados especiais da BOVESPA (Níveis 1 e 2 e Novo Mercado). Assim, este estudo apresenta-se defasado no que diz respeito aos pré-requisitos de ingresso nos níveis especiais de governança da BOVESPA.

#### **5.4 – Sugestões de pesquisas futuras**

Como sugestões de pesquisas futuras, tem-se inicialmente a idéia de se trabalhar com defasagem as variáveis de desempenho em relação às variáveis de governança. Estimar modelos com anos (D-1 ou D+1) podem ajudar a comprovar a hipótese de que os investidores não percebem, a curto prazo, os efeitos positivos ou negativos que as práticas de governança corporativa podem oferecer.

Uma segunda sugestão seria trabalhar com pesquisas específicas para os níveis especiais de Governança da BOVESPA. Estudos envolvendo análise de possíveis retornos anormais positivos podem corroborar a hipótese de que a adesão aos níveis especiais da BOVESPA aumenta o valor da empresa e, conseqüentemente, sua cotação no mercado.

Trabalhar com um maior número de informações relativas à governança, por exemplo, o uso de *tag along*, políticas de responsabilidade social, o uso de padrões internacionais de contabilidade, emissão de ADR`s entre outros, é uma forma de aumentar a precisão e explicação do modelo.

Alternativas diversificadas de cálculos do valor de mercado e volatilidade podem também enriquecer as análises envolvidas no tema de governança corporativa. Por último, seria importante a inserção de novas variáveis de controle que permitam relevar a importância da estrutura de capital na análise da rentabilidade, por exemplo, alavancagem financeira, custo de capital, entre outros.

## 6 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALDRIGHI, Dante M.; NETO, Roberto M. (2004). Estrutura de Propriedade e de controle das empresas de capital aberto no Brasil. **Seminário acadêmico apresentado na USP em 13/05/2004**. Disponível em: [www.econ.fea.usp.br/seminarios/artigos](http://www.econ.fea.usp.br/seminarios/artigos). Acesso em: 12/08/2005.

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

BARNHART, Scott; ROSENSTEIN, Stuart. Board composition, managerial ownership and firm performance: an empirical analysis. **The Financial Review**, n.33, p.1-16, November, 1998.

BEINER, S.; DROBETZ, W.; SCHMID, M. M.; ZIMMERMANN, H. An Integrated Framework of Corporate Governance and Firm Valuation - Evidence from Switzerland. ECGI- Finance Working Paper No. 34/2004. Disponível em :<http://ssrn.com/abstract=489322>.

BERLE, A.; MEANS, G. **The modern corporation and private property**. New York: MacMillan, 1932.

BHAGAT, S. & BLACK, B. The Uncertain Relationship Between Board Composition and Firm Performance. **The Business Lawyer**, v. 54, p. 921-963, May, 1999.

BHAGAT, S. & BLACK, B. The Non-Correlation Between Board Independence and Long-Term Firm Performance. **Journal of Corporate Law**, v. 27, Winter, 2002.

BOTOSAN, C. A. *Disclosure* Level and the cost of equity capital. **The Accounting Review** 72 (3), p. 323-349, 1997.

BOVESPA. **Bolsa de Valores de São Paulo**. Disponível em: [www.bovespa.com.br](http://www.bovespa.com.br). Acesso em: 18 ago. 2005.

BRANDÃO, Mônica Mansur. **Governança Corporativa e a influência dos acionistas minoritários no sistema de decisões estratégicas**. 2004. Dissertação (Mestrado em Administração) – PUCMINAS.

BRIGHAM, Eugene F.; WESTON, J. Fred. **Fundamentos da Administração Financeira**. 10. ed. São Paulo: Makron Books, 2000.

BUSHMAN, R.; SMITH, A. Transparency, Financial Accounting Information, and Corporate Governance. FRBNY Economic Policy Review, April, p. 65-87, 2003.

CARVALHO, Antônio Gledson de. **Efeitos da Migração para os Níveis de Governança da Bovespa**. São Paulo: Bovespa Abril/2003. Disponível em: <http://www.novomercadobovespa.com.br>. Acesso em Agosto de 2005.

CLSA - EMERGING MARKETS. **The Tide's gone out: Who's swimming naked?** Corporate Governance, Emerging Markets Equities Research. 2000.

COASE, Ronald. The nature of the firm. **Economica**, v.4, p. 386-405, 1937.

CSILLAG, João Mario. **Análise do valor: metodologia do valor: engenharia do valor, gerenciamento do valor, redução de custos, racionalização administrativa.** 4. ed. São Paulo: Atlas, 1995.

CVM. **Recomendações da CVM sobre governança corporativa.** Disponível em: <www.cvm.org.br> Acesso em: 30 set. 2004.

DALMÁCIO, Flávia Zoboli; NOSSA, Valcerino. A Teoria de Agência Aplicada aos Fundos de Investimento. **Anais do XXVII ENANPAD.** Atibaia (SP), 2003.

DALTON, Dan R.; DAILY, Catherine M. Number of Directors and Financial Performance a Meta Analysis. **Academy of Management Journal.** V. 42, nº6, 1999.

DEMSETZ, H.; LEHN, K. The structure of corporate ownership: causes and consequences. **Journal of Political Economy**, v. 93, n. 6, p. 1155-1177, 1985.

DEMSETZ, H.; VILLALONGA, B. Ownership structure and corporate performance. **Journal of Corporate Finance**, v. 7, p. 209-233, 2001.

ENG, L. L.; MAK, Y. T. Corporate governance and voluntary *disclosure*. **Journal of Accounting and Public Policy** 22, p. 325-345, 2003.

FALCÃO, Eduardo Tadeu de A. **Divulgação em Demonstrações Financeiras de Companhias Abertas.** 1993. Dissertação (Mestrado) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 1993.

FAMÁ, Rubens; BARROS, Lucas A. C. Q de Tobin e seu uso em finanças: aspectos metodológicos e conceituais. **Caderno de Pesquisas em Administração**, v.7, n.4, outubro/dezembro, 2000.

FOLHA DE SÃO PAULO. **Empresário dos EUA é acusado de sonegação.** São Paulo: Folha da Manhã, 21/07/2002.

GITMAN, Lawrence. **Princípios de Administração Financeira.** 7. ed. São Paulo: Ed. Harbra, 1997.

GOMPERS, P.; ISHII, J.; METRICK, A. Corporate governance and equity prices. **NBER Working Paper**, n. 8449, 2001.

GREENE, William H. **Econometric analysis.** 4. ed. Rio de Janeiro: Prentice-Hall, 2000.

GUJARATI, D. N. **Econometria Básica.** São Paulo: Pearson Education do Brasil, 2000.

HAIL, L. The Impact of Voluntary Corporate *Disclosures* on the Ex ante Cost of Capital for Swiss Firms. **European Accounting Review**, Vol. 11, No. 4, p. 741-773, 2002.

HAMILTON, R. W. **Corporate Governance in América: 1950-2000 Major changes but uncertain benefits**. NBER Working Papers. Disponível em [www.nber.org](http://www.nber.org) Acesso em: 10 set.2004.

HERMALIN, B.;WEISBACH, M. The effect of board composition and direct incentives on firm performance. **Financial Management**, v. 21, n. 4, 1991.

HILL, Carter; GRIFFITHS, William, JUDGE, Georg. **Econometria**. Tradução A. Alfredo Farias, São Paulo: Saraiva, 1999.

IBGC. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. Disponível em: <[www.ibgc.org.br](http://www.ibgc.org.br)> Acesso em: 28 nov.2005.

JENSEN, M.C. The Modern Industrial Revolution. Exit and the failure of internal control systems. **Journal of Finance**, v.48, n.3, Jul, 1993.

JENSEN, M.C. Value maximization, stakeholder theory and the corporate objective function. **Journal of Applied Corporate Finance**, v. 14, n. 3, 2001.

JENSEN, M.C.;MECKLING, W. Theory of firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, p. 305-360, 1976.

KAPPLER, Leora, LOVE, Inessa. Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. **World Bank Policy Research Working Paper n. 2818**, April, 2002.

LA PORTA, R. LOPEZ-DE-SILANES, F. SHLEIFER, A. VISHNY.,R. Legal determinants of external finance. **Journal of Finance**, v. 52, n. 3, p. 1131- 1150, 1997.

LA PORTA, R. LOPEZ-DE-SILANES, F. SHLEIFER, A. VISHNY.,R. Law and finance. **Journal of Political Economy**, v. 106, p. 1113-1155, 1998.

LA PORTA, R. LOPEZ-DE-SILANES, F. SHLEIFER, A. VISHNY.,R. **Investor protection and corporate governance**. 1999. NBER Working Paper. Disponível em: [www.nber.org](http://www.nber.org) Acesso em: 12 jan.2005.

LA PORTA, R. LOPEZ-DE-SILANES, F. SHLEIFER, A. VISHNY.,R. Investor protection and corporate governance. **Journal of Financial Economics**, v. 58, p. 3-28, 2000.

LA PORTA, R. LOPEZ-DE-SILANES, F. SHLEIFER, A. VISHNY.,R. Investor protection and corporate valuation. **Journal of Finance**, v. 53, n. 3, 2002.

LANZANA, Ana Paula. **Relação entre disclosure e governança corporativa das empresas brasileiras**. 2004. Dissertação (Mestrado) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

LEAL, Ricardo, A. DA SILVA, Silvia VALADARES (2000). "Ownership, Control, and Corporate Valuation of Brazilian Companies". **OECD Latin American Corporate Governance Roundtable Proceedings**.

LEAL, Ricardo, Governance Practices and Corporate Value - A Recent Literature Survey. **Revista de Administração da USP**, v. 39, n. 4, p. 327-337, out./dez, 2004.

LEAL, Ricardo; A. DA SILVA. Corporate Governance Index, Firm Valuation and Performance in Brazil. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 3, n. 1, p. 1-18, 2005.

LEMES JR., Antônio Barbosa. RIGO, Cláudio Miessa. CHEROBIN, Ana Paula M. Szabo. **Administração Financeira: Princípios, Fundamentos e Práticas Brasileiras**. Rio de Janeiro: Campus, 2002.

LEMMON, M.; LINS, K. Ownership structure, corporate governance and firm value: evidence from the East Asian financial crisis. In: **Financial Management Association Conference**, 2002.

LINS, K. Equity ownership and firm value in emerging markets. **University of Utah Working Paper**, 2002.

MALIENI, W.J. **Práticas de Governança Corporativa e Geração de Valor para acionistas**. Dissertação (Mestrado em Administração) – Universidade Presbiteriana Mackenzie, 2003.

MARTINS, Gilberto de Andrade. **Manual para elaboração de monografias e dissertações**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1994, 116p.

MCKINSEY & COMPANY. **Investor opinion Survey on Corporate Governance**. Londres, 2000.

MCKINSEY & COMPANY; KORN/FERRY INTERNATIONAL. **Panorama de Governança Corporativa no Brasil**. Korn/Ferry International, 2001. Disponível em : [www.kornferry.com.br/pt/servicos/boardservice.asp](http://www.kornferry.com.br/pt/servicos/boardservice.asp) . Acesso em: 15 jul. 2005.

MONACO, D.C. **Estudo da composição dos conselhos de administração e instrumentos de controle das sociedades por ações no Brasil**. 2000. Dissertação (Mestrado), Universidade de São Paulo, São Paulo, 2000.

NENOVA, T. Control values and changes in corporate law in Brazil. **World Bank Working Paper**, 2001.

NETO, Ramon M. Ribeiro. **A importância da Governança Corporativa na gestão das empresas – o caso do Grupo Orsa. 2002**. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da USP, São Paulo, 2002.

NOSSA, Valcemiro; KASSAI, Sílvia; KASSAI, José Roberto. A teoria do agenciamento e a contabilidade. In: ENANPAD, 24, 2000, Florianópolis. **Anais em CD-ROM**. Disponível em: <<http://www.fucape.br/artigos/download/2000%20-%20Agency%20Theory.pdf>>. Acesso em: 08 nov. 2005.

OCDE – **Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico**. Disponível em [www.ocde.org](http://www.ocde.org). Acesso em: 23 set. 2005.

OLIVEIRA, Sílvio. **Tratado de Metodologia Científica**. 4. ed. São Paulo: Editora Pioneira, 2002.

OKIMURA, Rodrigo Takashi. **Estrutura de propriedade, governança corporativa, valor e desempenho das empresas no Brasil**. 2003. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da USP.

PAXSON, Dean, WOOD, Douglas. **Dicionário enciclopédico de finanças**. São Paulo: Atlas, 2001

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE MINAS GERAIS. Pró-Reitoria de Graduação. Sistema de Bibliotecas. Padrão PUC Minas de normalização: normas da ABNT para apresentação de trabalhos científicos, teses, dissertações e monografias. Belo Horizonte, 2006. Disponível em <http://www.pucminas.br/biblioteca/>

RABELO, Flávio; SILVEIRA, José Maria. Estruturas de governança e governança corporativa: avançando na direção da integração entre as dimensões competitivas e financeiras. **Texto para discussão - IE/UNICAMP**, Campinas, n.77, 1999.

ROGERS, P.; RIBEIRO, K.C.S. Governança Corporativa e limites para o desenvolvimento do mercado de capitais nacional: análise do Risco Brasil. **Anais do XXVIII ENANPAD**. Curitiba (PR), 2004.

ROGERS, P.; RIBEIRO, K.C.S; SOUSA, A. F. *Determinantes macroeconômicos da governança corporativa no Brasil*. Submetido para apresentação **Anais do XXIX Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação em Administração (ENANPAD)**. Brasília, 2005.

ROSS, A. A., WESTERFIELD, R. W., JAFFE, J. F. **Administração financeira: corporating finance**. São Paulo: Atlas, 2000.

SALOMON, Délcio Vieira. *Como fazer uma monografia*. 10. ed. São Paulo: Ed. Martins Fontes, 2001.

SHLEIFER, Andrei, VISHNY, Robert W. A Survey of Corporate Governance. **Journal of Finance**, v. 52, n.o 2, p. 737-783. June, 1997.

SILVA, André L. C. **A influência da estrutura de controle e propriedade no valor de mercado, estrutura de capital e política de dividendos das empresas brasileiras de capital aberto**. 2002. Dissertação (Mestrado em Administração) – Universidade Federal do Rio de Janeiro - Instituto COPPEAD de Administração

SILVA, Wesley Mendes. **Composição do Conselho de Administração e suas Implicações para o Desempenho Financeiro: Um Estudo Longitudinal com Indústrias Brasileiras.** 2003. Monografia apresentada ao IBGC. Recife, 2003.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli; **Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil.** 2002. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da USP, São Paulo, 2002.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli; **Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil.** 2004. Tese (Doutorado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da USP, São Paulo, 2004.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli; BARROS, Lucas Ayres B. de C.; ROCHA, Keyler Carvalho. Estrutura de propriedade e desempenho corporativo no Brasil. **Anais do XXVIII ENANPAD.** Curitiba (PR), 2004.

SROUR, G. Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa: Um Estudo sobre a Conduta e a Performance das Firms Brasileiras. In: **SEGUNDO ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, RIO DE JANEIRO.** Anais. Rio de Janeiro, 2002.

TOBIN, James. Liquidity preferences as behavior towards risk. **Review of Economic Studies**, n.65-86, February, 1958

TURNBULL, Shan. Corporate governance: its scope, concerns and theories. **Scholarly Research and Theory Papers**, v. 5, n. 4, Oct. 1997.

WILLIAMSON, Oliver. **The economic institutions of capitalism.** New York: The Free Press, 1985.

## 7 APÊNDICES

### APÊNDICE A – TABELA RESUMO DAS VARIÁVEIS DEPENDENTES

	O DE TOBII			BETA			ROE			LOAT			EBIT		
	2.002	2.003	2.004	2.002	2.003	2.004	2.002	2.003	2.004	2.002	2.003	2.004	2.002	2.003	2.004
1 Acesita	0.84	0.82	1.06	1.03	0.90	0.53	(0.36)	0.22	0.45	0.08	0.10	0.26	0.08	0.10	0.26
2 Acos Villares	0.80	0.85	1.18	(0.30)	1.00	1.00	(0.63)	0.68	0.76	0.14	0.16	0.28	0.14	0.16	0.28
3 Adubos Trevo	0.32	0.73	0.90	-	0.20	0.50	0.30	0.40	0.49	0.12	0.27	0.23	0.12	0.27	0.23
4 AES Tiete	0.97	1.09	1.79	0.40	0.30	0.05	(0.01)	0.44	0.64	0.17	0.24	0.31	0.17	0.24	0.31
5 Alpargatas ON	0.07	0.03	0.02	0.26	0.26	0.31	0.11	0.16	0.17	0.05	0.07	0.08	0.05	0.07	0.08
6 Amazonia Celular PNB	0.52	0.37	0.37	0.20	0.30	0.30	(0.13)	0.03	(0.02)	0.03	0.10	0.02	0.03	0.10	0.02
7 Ambev PN	1.50	1.84	1.75	0.56	0.60	0.42	0.37	0.33	0.07	0.16	0.14	0.10	0.16	0.14	0.10
8 Ampla Energ ON	0.78	0.97	0.99	0.20	0.50	0.50	(0.89)	(0.21)	0.03	0.02	0.01	0.05	0.02	0.01	0.05
9 Aracruz ON	0.92	1.48	1.38	0.16	0.04	0.04	0.01	0.32	0.31	0.14	0.17	0.15	0.14	0.17	0.15
10 Avipal ON	0.41	0.39	0.78	0.50	0.50	0.30	(0.00)	0.05	(0.51)	0.04	(0.01)	0.00	0.04	(0.01)	0.00
11 Bardella PN	(0.23)	(0.12)	(0.03)	0.40	0.30	0.40	0.06	0.01	0.03	(0.02)	(0.06)	(0.01)	(0.02)	(0.06)	(0.01)
12 Belgo Mineira PN	0.75	0.90	1.34	0.54	0.44	0.34	0.14	0.20	0.24	0.20	0.18	0.30	0.20	0.18	0.30
13 Bic Caloi PNB	3.56	5.30	8.78	(0.30)	(0.20)	(0.50)	0.13	0.14	0.11	0.01	0.03	0.02	0.01	0.03	0.02
14 Bombril PN	0.14	0.50	0.99	1.10	0.80	0.70	0.38	7.53	0.68	0.01	(0.01)	0.06	0.01	(0.01)	0.06
15 Brasil T Par ON	0.54	0.59	0.59	1.00	0.70	0.67	0.07	0.02	0.04	0.08	0.09	0.06	0.08	0.09	0.06
16 Brasil Telecom ON	0.67	0.81	0.71	1.25	0.90	0.75	0.06	(0.00)	0.04	0.08	0.09	0.07	0.08	0.09	0.07
17 Caemi PN	0.89	1.37	1.80	0.20	0.10	0.20	(0.59)	0.45	0.46	0.23	0.30	0.36	0.23	0.30	0.36
18 CEB PNB	0.49	0.48	0.47	0.30	(0.10)	(0.10)	(0.55)	(0.07)	(0.07)	(0.03)	0.03	0.06	(0.03)	0.03	0.06
19 Celpe PNA	0.44	0.37	0.38	0.20	0.40	0.01	0.09	0.07	0.03	0.07	0.07	0.07	0.03	0.07	0.07
20 Cemig ON	0.71	0.83	0.93	0.86	0.96	1.11	(0.18)	0.18	0.19	0.04	0.08	0.11	0.04	0.08	0.11
21 Cesp ON	0.68	0.68	0.65	0.90	1.14	1.09	(0.53)	0.09	0.00	0.04	0.04	0.05	0.04	0.04	0.05
22 Comgas PNA	0.47	0.62	0.71	0.90	1.00	1.00	0.12	0.11	0.26	0.16	0.15	0.24	0.16	0.15	0.24
23 Confab PN	0.16	0.19	0.72	0.50	0.40	0.50	0.37	0.05	0.04	0.21	0.06	0.07	0.21	0.06	0.07
24 Copel ON	0.60	0.64	0.60	0.79	0.79	1.14	(0.07)	0.04	0.07	0.04	0.01	0.06	0.04	0.01	0.06
25 Copesul ON	0.44	0.34	0.56	0.50	0.60	0.60	0.00	0.16	0.47	0.08	0.10	0.38	0.08	0.10	0.38
26 Coteminas ON	0.79	0.54	0.48	0.60	0.24	0.07	0.13	0.12	0.11	0.12	0.14	0.14	0.12	0.14	0.14
27 CRT Celular ON	0.22	0.06	0.00	1.00	0.70	0.56	0.18	0.20	0.17	0.11	0.14	0.10	0.11	0.14	0.10
28 Duratex PN	0.21	0.30	0.31	0.70	0.60	0.50	0.08	0.07	0.13	0.10	0.10	0.13	0.10	0.10	0.13
29 Eletrobras ON	0.46	0.54	0.49	0.88	1.18	1.77	0.02	0.00	0.02	0.02	0.07	0.06	0.02	0.07	0.06
30 Eletropaulo Metro PN	0.63	0.75	0.72	1.30	1.50	1.70	(0.41)	0.04	0.00	0.05	0.07	0.09	0.05	0.07	0.09
31 EMAE PN	0.16	0.27	0.25	0.60	0.40	0.50	0.04	(0.03)	0.01	0.05	(0.02)	0.00	0.05	(0.02)	0.00
32 Embraco ON	0.95	0.48	0.49	0.41	0.20	(0.07)	0.35	0.11	0.04	0.12	0.09	0.03	0.12	0.09	0.03
33 Embracel ON	0.99	1.46	1.23	0.77	0.80	0.60	0.35	0.16	0.28	0.22	0.11	0.14	0.22	0.11	0.14
34 Embratel Part ON	0.44	0.51	0.46	1.59	1.66	1.39	(0.13)	0.05	(0.07)	0.01	0.04	0.03	0.01	0.04	0.03
35 Estrela PN	0.47	0.60	0.88	1.30	1.20	0.70	0.29	(0.27)	1.94	0.20	0.03	(0.08)	0.20	0.03	(0.08)
36 Eternit ON	0.42	0.35	0.70	0.60	0.50	0.50	0.22	0.12	0.14	0.22	0.18	0.24	0.22	0.18	0.24
37 Ferbasa PN	(0.28)	(0.29)	(0.18)	0.80	0.60	0.30	0.16	0.23	0.22	0.19	0.27	0.28	0.19	0.27	0.28
38 Fertibras PN	0.39	0.44	0.47	0.10	0.50	0.50	(0.18)	0.53	0.42	0.15	0.16	0.19	0.15	0.16	0.19
39 Forjas Taurus PN	0.29	0.18	0.24	0.30	0.10	0.10	0.16	0.17	0.10	0.13	0.14	0.09	0.13	0.14	0.09
40 Fosfertil PN	0.61	0.94	1.19	0.40	0.30	0.10	0.47	0.41	0.48	0.26	0.27	0.36	0.26	0.27	0.36
41 Fras-Le PN	0.21	0.45	0.90	0.30	0.30	0.10	0.26	0.36	0.33	0.20	0.16	0.31	0.20	0.16	0.31
42 Gera Paranapanema ON	0.45	0.45	0.32	0.15	0.26	0.20	(0.03)	0.04	0.02	0.06	0.08	0.08	0.06	0.08	0.08
43 Gerdau Met ON	0.48	0.50	0.47	0.70	0.77	0.83	0.28	0.29	0.49	0.11	0.14	0.25	0.11	0.14	0.25
44 Gerdau ON	0.51	0.57	0.76	0.96	0.93	0.86	0.24	0.28	0.47	0.11	0.15	0.26	0.11	0.15	0.26
45 Globex PN	0.19	0.43	0.12	0.60	0.70	0.70	0.06	0.01	0.09	0.09	0.06	0.14	0.09	0.06	0.14
46 Gradiente PNA	0.02	0.39	0.50	0.60	0.40	0.20	(0.06)	(1.97)	(0.28)	(0.11)	(0.23)	0.06	(0.11)	(0.23)	0.06
47 Guararapes ON	0.39	0.55	0.98	0.55	0.35	0.35	0.12	0.07	0.15	0.05	(0.00)	0.05	0.05	(0.00)	0.05
48 Inds Romi ON	0.01	0.00	0.41	0.45	0.40	0.31	0.10	0.18	0.22	0.11	0.16	0.18	0.11	0.16	0.18
49 Inepar Construccoes PN	0.80	0.87	0.99	1.00	1.00	1.00	(4.42)	2.26	0.59	0.03	(0.01)	0.01	0.03	(0.01)	0.01
50 Inepar Energia PNA	0.45	0.62	0.25	0.50	0.50	0.50	(0.57)	(0.33)	0.07	(0.01)	0.00	0.01	(0.01)	0.00	0.01
51 Iochp-Maxion ON	0.34	0.41	0.39	0.40	0.53	0.67	(0.15)	(0.03)	0.27	0.08	0.14	0.21	0.08	0.14	0.21
52 Ipiranga Dist PN	0.12	74.56	0.25	0.40	0.10	0.10	0.12	0.19	0.23	0.12	0.07	0.11	0.12	0.07	0.11
53 Ikausa ON	0.25	0.20	0.19	0.67	0.67	0.73	0.24	0.20	0.22	(0.04)	(0.02)	(0.01)	(0.04)	(0.02)	(0.01)
54 Itautec ON	0.67	0.71	0.98	0.50	0.50	0.50	0.17	0.03	0.07	0.11	0.06	0.10	0.11	0.06	0.10
55 Klabin PN	0.72	0.73	0.81	0.50	0.70	0.50	(0.19)	0.55	0.22	0.15	0.19	0.19	0.15	0.19	0.19
56 Light ON	0.70	0.89	0.81	0.80	1.20	1.20	(1.25)	(0.94)	(0.23)	0.02	0.05	0.07	0.02	0.05	0.07
57 LightPar ON	0.12	0.49	0.46	0.60	1.30	1.10	0.05	0.03	0.02	0.00	(0.01)	0.00	0.00	(0.01)	0.00
58 Lix da Cunha PN	(0.20)	(0.17)	(0.11)	0.30	-	(0.10)	0.19	0.00	(0.05)	(0.00)	(0.01)	(0.00)	(0.00)	(0.01)	(0.00)
59 Loj Americanas ON	0.55	1.25	1.77	0.93	0.77	0.77	0.47	0.55	0.34	0.09	0.12	0.13	0.09	0.12	0.13
60 M&G Poliest ON	0.61	0.79	0.65	0.30	0.10	(0.70)	(0.75)	0.32	0.19	0.14	0.09	0.08	0.14	0.09	0.08
61 Manasa PN	0.61	0.72	0.71	(0.50)	(0.90)	(0.10)	(0.14)	(1.06)	(1.54)	0.09	0.02	0.09	0.09	0.02	0.09
62 Mangels PN	0.25	68.17	0.41	0.50	0.60	0.80	(0.03)	0.05	0.11	0.06	0.07	0.13	0.06	0.07	0.13
63 Marcopolo PN	0.29	0.31	0.44	0.40	0.40	0.50	0.16	0.21	0.20	0.18	0.08	0.09	0.18	0.08	0.09
64 Mendes Jr PNA	0.76	0.79	0.79	0.20	0.14	0.77	(0.05)	(0.00)	(0.15)	(0.01)	(0.01)	(0.01)	(0.01)	(0.01)	(0.01)
65 Metal Leve PN	(0.07)	0.16	0.33	0.20	0.30	0.30	0.34	0.31	0.32	0.31	0.31	0.31	0.31	0.31	0.31
66 Metisa PN	0.18	0.29	0.65	0.40	0.40	0.20	0.26	0.23	0.28	0.26	0.29	0.30	0.26	0.29	0.30
67 Minupar PN	1.48	1.58	1.93	0.90	1.30	0.80	0.98	0.15	0.21	(0.22)	(0.02)	0.07	(0.22)	(0.02)	0.07
68 Multibras PN	0.34	0.35	0.36	0.80	0.30	0.30	0.09	0.05	0.01	0.12	0.10	0.07	0.12	0.10	0.07
69 Mundial PN	0.76	0.77	0.82	0.90	0.50	0.50	0.09	(0.70)	0.19	0.08	0.02	0.01	0.08	0.02	0.01
70 Net PN	1.03	1.23	1.06	1.60	2.00	2.20	(10.64)	1.65	0.22	0.02	0.06	0.09	0.02	0.06	0.09
71 Pao de Acucar PN	0.59	0.71	0.67	0.80	0.80	0.70	0.07	0.06	0.09	0.09	0.10	0.10	0.09	0.10	0.10
72 Paranapanema PN	0.73	1.00	1.05	0.40	1.10	1.20	0.17	2.72	(0.57)	0.11	0.02	0.13	0.11	0.02	0.13
73 Paul F Luz ON	0.46	0.48	0.88	0.13	(0.10)	0.15	(0.12)	(0.01)	0.18	0.09	0.09	0.11	0.09	0.09	0.11
74 Perdigao ON	0.46	0.61	0.99	0.60	0.70	0.90	0.01	0.16	0.30	0.07	0.10	0.20	0.07	0.10	0.20
75 Petrobras ON	0.50	0.47	0.49	0.80	0.70	0.90	0.24	0.36	0.29	0.20	0.27	0.25	0.20	0.27	0.25
76 Petroquimica Uniao PN	0.41	0.40	0.93	0.20	0.20	0.10	0.01	0.14	0.31	0.04	0.09	0.20	0.04	0.09	0.20
77 Petroquisa PN	0.69	0.83	0.07	(6.40)	(9.60)	0.50	(0.14)	0.20	0.21	(0.00)	0.02	0.05	(0.00)	0.02	0.05
78 Plascar PN	0.88	0.74	0.83	0.40	1.70	1.80	6.02	(0.59)	(0.95)	(0.13)	(0.14)	(0.06)	(0.13)	(0.14)	(0.06)
79 Polalden PN	0.08	0.47	0.72	0.50	0.50	0.70	0.09	0.17	0.12	0.01	0.08	0.06	0.01	0.08	0.06
80 Polteno PNB	(0.23)	(0.24)	(0.04)	0.60	0.40	0.50									

	Q DE TOBII			BETA			ROE			LOAT			EBIT		
	2.002	2.003	2.004	2.002	2.003	2.004	2.002	2.003	2.004	2.002	2.003	2.004	2.002	2.003	2.004
85 Sadia SA PN	0.47	0.44	0.60	0.70	0.60	0.50	0.19	0.30	0.25	0.07	0.10	0.11	0.07	0.10	0.11
86 Santista Textil PN	0.21	0.19	0.21	0.80	0.40	0.30	0.16	0.08	0.06	0.13	0.08	0.07	0.13	0.08	0.07
87 Sao Carlos ON	(0.55)	(0.01)	(0.42)	0.26	0.14	0.09	0.30	(0.08)	(0.01)	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04
88 Schulz PN	0.24	0.33	0.29	0.70	0.80	0.70	0.02	0.05	0.12	0.04	0.07	0.13	0.04	0.07	0.13
89 Sid Nacional ON	0.49	0.51	0.97	1.10	1.00	1.00	(0.04)	0.14	0.30	0.11	0.10	0.16	0.11	0.10	0.16
90 Souza Cruz ON	1.40	2.55	3.07	0.50	0.20	0.30	0.64	0.50	0.45	0.34	0.35	0.31	0.34	0.35	0.31
91 Sultepa PN	0.15	0.03	0.57	0.70	0.70	0.70	(0.19)	0.00	(0.03)	0.01	(0.01)	(0.04)	0.01	(0.01)	(0.04)
92 Suzano Papel PNA	0.42	0.62	0.66	0.40	0.40	0.20	0.03	0.25	0.22	0.11	0.13	0.14	0.11	0.13	0.14
93 Tectoy PN	2.53	2.81	3.18	0.60	0.90	0.70	0.33	0.20	0.06	0.19	0.09	(0.06)	0.19	0.09	(0.06)
94 Teka PN	0.81	0.88	0.90	0.60	0.50	0.40	(1.99)	(6.01)	(0.93)	0.06	(0.08)	(0.06)	0.06	(0.08)	(0.06)
95 Tele Centroeste Cel ON	(0.06)	(0.17)	(0.17)	0.87	0.67	0.57	0.27	0.30	0.21	0.20	0.21	0.19	0.20	0.21	0.19
96 Tele Leste Celular PN	0.33	0.30	0.33	1.05	1.09	0.86	(0.01)	(0.11)	(0.09)	0.03	(0.01)	(0.00)	0.03	(0.01)	(0.00)
97 Tele Norte Celular PN	0.59	0.75	0.57	0.79	0.87	0.95	(0.11)	0.02	(0.01)	0.02	0.08	0.01	0.02	0.08	0.01
98 Tele Sudeste Celula PN	0.09	(0.06)	(0.09)	0.44	0.26	0.26	0.08	0.08	0.05	0.08	0.08	0.04	0.08	0.08	0.04
99 Telebras Remanesc PN	0.02	0.09	0.21	1.49	1.48	1.38	0.06	0.10	0.03	(0.08)	(0.09)	(0.08)	(0.08)	(0.09)	(0.08)
100 Telemar Norte Leste PNB	0.65	0.74	0.82	0.91	0.87	0.66	0.06	0.07	0.09	0.09	0.11	0.14	0.09	0.11	0.14
101 Telemar-Tele NL Par PN	0.66	0.79	0.83	1.17	1.10	1.03	(0.05)	0.02	0.09	0.05	0.09	0.13	0.05	0.09	0.13
102 Telemig Celul Part PN	0.67	1.02	0.74	0.93	0.80	0.54	0.09	0.17	0.16	0.10	0.13	0.10	0.10	0.13	0.10
103 Telemig Celular ON	0.27	0.31	(0.02)	0.40	0.30	0.10	0.15	0.28	0.25	0.14	0.18	0.13	0.14	0.18	0.13
104 Telesp Cel Part ON	1.65	1.79	1.77	1.77	1.80	1.47	(0.28)	(0.19)	(0.17)	0.09	0.09	0.10	0.09	0.09	0.10
105 Telesp Operac PN	0.55	0.96	1.28	0.77	0.70	0.70	0.07	0.13	0.19	0.11	0.14	0.18	0.11	0.14	0.18
106 Tim Participacoes PN	0.44	0.64	0.62	1.16	0.90	0.64	0.08	0.13	0.13	0.08	0.11	0.12	0.08	0.11	0.12
107 Tractebel PNB	0.61	1.06	1.24	0.36	0.43	0.19	(0.07)	0.20	0.28	0.06	0.11	0.17	0.06	0.11	0.17
108 Trafo PN	0.03	0.17	0.33	0.20	0.20	0.30	(0.21)	(0.27)	0.10	0.09	(0.12)	0.01	0.09	(0.12)	0.01
109 Transmissao Paulist PN	0.20	0.30	0.43	1.06	0.82	0.82	0.05	0.06	0.09	0.03	0.05	0.09	0.03	0.05	0.09
110 Ultrapar PN	0.08	0.20	0.27	0.50	0.30	0.30	0.19	0.18	0.26	0.17	0.15	0.22	0.17	0.15	0.22
111 Unipar PNB	0.25	0.48	0.61	0.90	0.60	0.50	0.14	0.13	0.22	0.11	0.11	0.17	0.11	0.11	0.17
112 Vale Rio Doce ON	0.69	0.92	2.18	0.30	0.16	0.16	0.16	0.30	0.36	0.18	0.20	0.26	0.18	0.20	0.26
113 Varig PN	2.16	2.78	2.69	0.40	0.60	0.50	0.63	0.29	0.01	(0.04)	0.12	0.15	(0.04)	0.12	0.15
114 Vicunha Textil PNA	0.36	0.37	0.31	0.50	0.40	0.20	(0.18)	0.04	0.02	0.14	0.09	0.10	0.14	0.09	0.10
115 Votorantim C P PN	0.48	0.42	0.82	0.40	0.10	0.10	0.10	0.25	0.20	0.09	0.13	0.15	0.09	0.13	0.15
116 Weg PN	0.60	0.89	0.98	0.10	0.10	0.10	0.32	0.36	0.35	0.15	0.20	0.20	0.15	0.20	0.20
117 Wlm Ind Com PN	0.41	0.28	(0.14)	0.90	0.30	0.80	(0.00)	(0.12)	0.66	0.05	0.01	(0.01)	0.05	0.01	(0.01)

## APÊNDICE B – TABELA DAS VARIÁVEIS DEPENDENTES

	TOTAL AÇÃO ORD. CONTROLADOR (%)			TOTAL AÇÃO ORD.& PREF. CONTROLADOR (%)			FREE FLOAT?			ACORDO DE ACION?		
	2004	2003	2002	2004	2003	2002	2004	2003	2002	2004	2003	2002
	1 ACESITA S.A.	75.7%	75.7%	75.7%	46.4%	47.2%	48.1%	51.7%	51.4%	0.0%	S	S
2 ACOS VILLARES S.A.	58.4%	58.4%	58.4%	58.4%	58.4%	58.4%	5.0%	5.0%	0.0%	S	S	S
3 ADUBOS TREVO S.A.	100.0%	100.0%	96.1%	95.9%	95.9%	92.0%	100.0%	100.0%	0.0%	N	N	N
4 AES TIETE S.A.	71.4%	71.3%	71.3%	43.9%	43.7%	53.2%	47.5%	47.6%	0.0%	S	S	N
5 SAO PAULO ALPARGATAS S.A.	61.3%	61.3%	61.2%	33.9%	31.2%	31.2%	61.5%	64.3%	0.0%	N	N	N
6 AMAZONIA CELULAR	89.8%	89.8%	89.8%	75.0%	75.0%	75.0%	100.0%	100.0%	0.0%	N	N	N
7 AMBEV	86.5%	91.4%	75.9%	63.7%	60.7%	35.4%	36.3%	37.3%	0.0%	S	S	S
8 AMPLA ENERGIA	91.9%	91.9%	61.4%	91.9%	91.9%	61.4%	100.0%	100.0%	0.0%	S	S	S
9 ARACRUZ CELLULOSE S.A.	96.5%	96.5%	96.5%	49.4%	49.4%	55.1%	44.8%	44.7%	0.0%	S	S	S
10 AVIPAL S.A. - AVICULTURA E AGROPECUARIA	76.7%	76.9%	76.9%	76.7%	76.9%	76.9%	22.5%	22.3%	0.0%	N	N	N
11 BARDELLA S.A. INDUSTRIAS MECANICAS	58.2%	45.0%	45.0%	23.1%	18.1%	18.1%	100.0%	100.0%	0.0%	S	S	S
12 BELGO MINEIRA	68.7%	68.7%	59.3%	58.5%	58.5%	52.9%	41.5%	45.0%	0.0%	N	N	N
13 BICCLETAS CALOI S.A.	97.5%	97.5%	97.5%	83.3%	83.3%	83.3%	100.0%	100.0%	100.0%	N	N	N
14 BOMBRIL	100.0%	100.0%	100.0%	38.0%	38.0%	38.0%	62.2%	0.0%	0.0%	N	N	N
15 BRASIL TELECOM PARTICIPACOES S.A.	51.0%	51.0%	53.6%	19.9%	19.0%	20.2%	0.0%	72.9%	0.0%	S	N	N
16 BRASIL TELECOM S.A.	99.1%	99.1%	96.8%	65.6%	65.5%	65.4%	31.8%	32.3%	0.0%	S	S	N
17 CAEMI MINERACAO E METALURGIA S.A.	100.0%	100.0%	100.0%	60.2%	60.2%	60.2%	39.8%	39.8%	0.0%	N	N	N
18 CIA ENERGETICA DE BRASILIA	89.3%	89.3%	89.3%	69.1%	69.14%	69.1%	100.0%	100.0%	0.0%	N	N	N
19 CIA ENERGETICA DE PERNAMBUCO - CELPE	99.6%	99.6%	99.6%	89.7%	89.2%	89.2%	10.4%	0.0%	0.0%	N	N	N
20 CIA ENERGETICA DE MINAS GERAIS - CEMIG	51.0%	51.3%	51.0%	22.3%	24.2%	24.1%	76.0%	75.8%	0.0%	N	N	N
21 CESP - CIA ENERGETICA DE SAO PAULO	71.1%	83.7%	83.71%	51.8%	49.2%	72.2%	46.8%	43.8%	0.0%	N	N	N
22 CIA GAS DE SAO PAULO - COMGAS	76.1%	76.1%	76.1%	62.4%	62.7%	62.7%	20.5%	20.5%	0.0%	N	N	N
23 CONFAB INDUSTRIAL S.A.	99.2%	99.2%	99.2%	39.0%	39.0%	39.0%	61.0%	61.0%	0.0%	N	N	N
24 CIA PARANAENSE DE ENERGIA - COPEL	58.6%	58.6%	58.6%	31.1%	31.1%	31.1%	44.7%	44.7%	0.0%	S	S	S
25 COPESUL - CIA PETROQUIMICA DO SUL	58.9%	58.9%	58.9%	58.9%	58.9%	58.9%	41.0%	41.0%	41.0%	S	S	N
26 CIA TECIDOS NORTE DE MINAS COTEMINAS	51.4%	51.4%	51.4%	19.5%	19.8%	19.7%	71.0%	71.0%	0.0%	S	S	S
27 CELLULAR CRT PARTICIPACOES S.A.	90.6%	86.4%	86.3%	67.4%	43.0%	60.6%	30.6%	31.1%	0.0%	N	N	N
28 DURATEX	86.4%	86.4%	86.4%	47.6%	47.6%	47.6%	47.3%	43.0%	0.0%	N	N	N
29 CENTRAIS ELET BRAS S.A. - ELETROBRAS	58.4%	58.4%	58.4%	49.9%	55.4%	52.5%	34.0%	30.6%	0.0%	N	N	N
30 ELETROPOL METROP. ELET. SAO PAULO S.A.	77.8%	80.0%	77.8%	73.9%	74.0%	74.0%	31.0%	18.2%	18.4%	0.0%	N	N
31 EMAE - EMPRESA METROP AGUAS ENERGIA S.A.	97.4%	97.4%	97.4%	38.6%	38.6%	38.6%	60.2%	60.2%	0.0%	N	N	N
32 EMPRESA BRAS DE COMPRESSORES S.A. EMBRACO	97.0%	97.0%	97.0%	84.6%	84.6%	84.6%	15.4%	15.4%	0.0%	N	N	N
33 EMBRAER-EMPRESA BRAS DE AERONAUTICA S.A.	63.4%	63.4%	63.4%	32.1%	32.1%	32.1%	66.1%	67.4%	0.0%	S	S	S
34 EMBRATEL PARTICIPACOES S.A.	95.1%	90.3%	49.9%	63.7%	33.6%	18.6%	100.0%	100.0%	0.0%	N	N	N
35 MANUFATURA DE BRINQUEDOS ESTRELA S.A.	94.7%	94.7%	94.7%	31.6%	31.6%	31.6%	100.0%	100.0%	0.0%	N	N	N
36 ETERNIT S.A.	11.3%	11.2%	14.3%	13.5%	10.4%	10.4%	96.9%	99.7%	0.0%	N	N	S
37 CIA FERRO LIGAS DA BAHIA - FERBASA	98.8%	98.8%	98.8%	50.1%	50.1%	50.1%	0.0%	0.0%	0.0%	N	N	N
38 FERTIBRAS S.A.	100.0%	100.0%	100.0%	47.3%	47.3%	47.3%	50.8%	50.8%	0.0%	N	N	N
39 FORJAS TAURUS S.A.	87.4%	87.4%	87.4%	31.5%	31.5%	31.5%	100.0%	100.0%	0.0%	N	N	N
40 FERTILIZANTES FOSFATADOS S.A. - FOSFERTIL	81.5%	81.5%	81.5%	56.2%	56.2%	56.2%	22.0%	22.0%	0.0%	N	N	N
41 FRAS-LE S.A.	53.1%	53.1%	53.1%	44.1%	44.1%	44.0%	55.2%	55.8%	0.0%	N	N	N
42 DUKE ENERGY INT. GER. PARANAPANEMA S.A.	93.1%	93.1%	93.1%	94.7%	94.7%	94.7%	5.3%	0.0%	0.0%	N	N	N
43 METALURGICA GERDAU S.A.	61.6%	61.6%	61.8%	21.7%	21.4%	23.9%	78.0%	78.4%	0.0%	N	N	N
44 GERDAU S.A.	75.7%	75.7%	83.3%	44.8%	44.8%	44.8%	53.3%	53.4%	0.0%	N	N	N
45 GLOBEX UTILIDADES S.A.	38.7%	38.7%	38.7%	20.7%	20.7%	20.7%	100.0%	100.0%	0.0%	S	S	N
46 GRADIENTE ELETRONICA S.A.	77.4%	77.4%	77.4%	63.8%	56.5%	63.8%	0.0%	0.0%	0.0%	N	N	N
47 GUARARAPES CONFECOES S.A.	69.5%	69.5%	69.5%	77.3%	77.3%	76.3%	100.0%	100.0%	0.0%	N	N	N
48 INDUSTRIAS ROMI S.A.	68.6%	68.6%	68.6%	55.4%	55.4%	55.4%	31.2%	0.0%	31.2%	S	S	S
49 INEPAR S.A. INDUSTRIA E CONSTRUÇOES	60.7%	60.7%	60.7%	22.2%	22.2%	22.2%	100.0%	100.0%	0.0%	S	S	S
50 INEPAR ENERGIA	60.0%	60.0%	60.0%	42.1%	42.1%	44.9%	30.3%	30.3%	0.0%	S	S	S
51 IOCHP MAXION	76.9%	86.6%	83.9%	60.6%	70.6%	68.6%	0.0%	0.0%	0.0%	S	S	S
52 DISTRIBUIDORA PROD DE PETR. IPIRANGA S.A.	15.3%	15.3%	23.0%	6.5%	6.5%	10.9%	58.4%	57.9%	0.0%	S	S	N
53 ITALUSA	16.1%	16.1%	16.1%	7.4%	7.3%	7.0%	66.9%	67.4%	0.0%	S	S	S
54 ITALTEC	89.2%	89.2%	89.2%	89.2%	89.2%	89.2%	10.5%	10.5%	0.0%	N	N	N
55 KLABIN S.A.	59.5%	59.5%	59.5%	20.5%	20.5%	20.5%	63.6%	63.5%	0.0%	S	S	S
56 LIGHT SERVIÇOS DE ELETRICIDADE S.A.	94.8%	80.1%	79.8%	94.8%	80.1%	79.8%	5.2%	5.2%	0.0%	N	N	N
57 LIGHT PARTICIPACOES S.A. - LIGHTPAR	81.6%	81.6%	81.6%	81.6%	81.6%	81.6%	18.4%	18.4%	0.0%	N	N	N
58 LIX DA CUNHA	51.7%	51.7%	51.7%	26.3%	26.3%	26.3%	0.0%	0.0%	0.0%	N	N	N
59 LOJAS AMERICANAS S.A.	51.8%	51.8%	54.4%	19.7%	19.7%	25.1%	60.2%	63.9%	0.0%	N	N	N
60 M G POLIESTER	88.5%	88.5%	88.5%	88.5%	88.5%	88.5%	0.0%	0.0%	0.0%	N	N	N
61 MANASA MADEIREIRA NACIONAL S.A.	71.0%	71.0%	71.0%	57.0%	57.0%	57.0%	100.0%	100.0%	0.0%	N	N	N
62 MANGELS INDUSTRIAL S.A.	99.9%	99.9%	99.9%	33.5%	33.5%	33.5%	51.7%	51.7%	0.0%	S	S	S
63 MARCOPOLO S.A.	58.9%	58.9%	58.9%	24.6%	24.6%	26.9%	73.1%	67.2%	0.0%	S	S	S
64 MENDES JUNIOR ENGENHARIA S.A.	94.9%	94.9%	84.7%	93.1%	93.1%	79.4%	0.0%	0.0%	0.0%	N	N	N
65 MAHLE-METAL LEVE S.A.	83.2%	83.2%	83.2%	76.0%	75.2%	72.4%	100.0%	100.0%	0.0%	N	N	N
66 METISA METALURGICA TIMBOENSE S.A.	60.5%	60.5%	60.5%	35.2%	35.2%	33.6%	42.3%	44.9%	0.0%	N	N	N
67 MINIPAR PARTICIPACOES S.A.	85.9%	85.9%	85.9%	35.1%	35.1%	35.1%	100.0%	100.0%	100.0%	N	N	N
68 MULTIBRAS S.A. ELETRODOMESTICOS	52.5%	52.5%	52.5%	52.5%	52.5%	52.5%	5.9%	5.9%	0.0%	N	N	N
69 MUNDIAL S.A. - PRODUTOS DE CONSUMO	84.8%	86.2%	93.7%	53.6%	55.5%	32.6%	100.0%	100.0%	0.0%	N	N	N
70 NET SERVIÇOS DE COMUNICAÇÃO S.A.	99.3%	90.4%	98.2%	50.3%	65.2%	80.0%	49.7%	27.9%	0.0%	S	S	S
71 CIA BRASILEIRA DE DISTRIBUICAO	94.3%	80.4%	80.4%	43.2%	40.4%	40.2%	45.5%	25.5%	0.0%	S	S	S
72 PARANAPANEMA S.A.	68.5%	53.6%	55.5%	57.8%	49.2%	50.3%	100.0%	100.0%	0.0%	N	N	N
73 PAUL FORÇA E LUZ	97.4%	97.4%	53.0%	94.9%	94.0%	26.4%	1.7%	1.6%	0.0%	N	N	N
74 PERDIGAO S.A.	79.7%	79.7%	79.9%	49.3%	49.3%	48.2%	50.4%	50.4%	0.0%	S	S	S
75 PETROLEO BRASILEIRO S.A. PETROBRAS	55.7%	55.7%	55.7%	32.2%	32.2%	32.2%	59.5%	59.3%	0.0%	N	N	N
76 PETROQUIMICA UNIAO S.A.	57.3%	57.3%	57.3%	56.9%	56.9%	56.9%	39.2%	0.0%	0.0%	S	S	S
77 PETROBRAS QUIMICA S.A. - PETROQUISA	100.0%	100.0%	100.0%	99.0%	99.0%	99.0%	1.0%	1.0%	0.0%	N	N	N
78 PLASCAR PARTICIPACOES INDUSTRIAIS S.A.	100.0%	100.0%	100.0%	56.5%	56.5%	56.5%	43.5%	43.5%	0.0%	N	N	N
79 POLIALDEN PETROQUIMICA S.A.	100.0%	100.0%	66.7%	63.7%	63.7%	42.6%	61.4%	61.4%	0.0%	N	N	S
80 POLITENO INDUSTRIA E COMERCIO S.A.	100.0%	100.0%	100.0%	96.2%	96.2%	94.7%	100.0%	100.0%	0.0%	S	S	S
81 RASIP AGR PASTORIL S.A.	82.5%	77.4%	77.4%	59.8%	46.8%	44.7%	43.9%	35.6%	0.0%	N	N	N
82 RIPASA S.A. CELLULOSE E PAPEL	99.2%	97.7%	97.7%	58.0%	54.1%	54.1%	40.5%	40.5%	0.0%	S	S	S
83 ROSSI RESIDENCIAL S.A.	80.2%	80.9%	89.5%	80.2%	80.9%	89.5%	8.5%	8.5%	0.0%	N	N	N
84 SABESP	50.3%	50.3%	71.6%	50.3%	50.3%	71.6%	49.7%	49.7%	0.0%	N	N	N
85 SADI S.A.	27.8%	27.8%	27.8%	11.8%	11.8%	12.2%	75.8%	65.9%	0.0%	S	S	S
86 SANTISTA TEXTIL S.A.	100.0%	100.0%	99.9%	74.5%	74.5%	74.4%	25.4%	41.2%	0.0%	S	S	S
87 SAO CARLOS	88.8%	72.4%	71.8%	62.8%	38.4%	37.3%	0.0%	0.0%	0.0%	N	N	N
88 SCHULZ	99.7%	99.7%	99.7%	56.2%	52.8%	52.8%	43.8%	47.2%	0.0%	N	N	N
89 CIA SIDERURGICA NACIONAL	42.7%	46.5%	46.5%	42.7%	46.5%	46.5%	53.2%	53.5%	53.5%	N	N	S
90 SOUZA CRUZ S.A.	75.3%	75.3%	75.3%	75.3%	75.3%	75.3%	24.7%	24.7%	0.0%	N	N	N
91 SULTEPA	88.0%	88.0%	88.0%	53.0%	53.0%	53.0%	100.0%	100.0%	0.0%	N	N	N

	TOTAL AÇÃO ORD. CONTROLADOR (%)			TOTAL AÇÃO ORD.& PREF. CONTROLADOR (%)			FREE FLOAT?			ACORDO DE ACION?		
	2.004	2.003	2.002	2.004	2.003	2.002	2.004	2.003	2.002	2.004	2.003	2.002
92 SUZANO BAHIA SUL PAPEL E CELULOSE S.A.	100.0%	92.2%	100.0%	35.9%	33.1%	93.9%	35.0%	35.1%	0.0%	S	S	N
93 TEC TOY S.A.	57.7%	57.7%	90.1%	42.9%	42.9%	56.5%	100.0%	100.0%	0.0%	N	N	N
94 TEKA-TECELAGEM KUEHNRIK S.A.	84.6%	84.6%	84.6%	29.5%	29.5%	29.5%	68.6%	68.6%	0.0%	S	S	S
95 TELE CENTRO-OESTE CEL ON	90.6%	86.2%	61.1%	52.5%	50.7%	20.4%	47.5%	47.9%	0.0%	N	N	N
96 Tele Leste Celular PN	64.2%	64.1%	58.4%	44.9%	44.8%	27.7%	49.3%	49.4%	0.0%	N	N	N
97 Tele Norte Celular PN	51.9%	51.9%	51.9%	19.3%	19.3%	19.3%	0.0%	0.0%	0.0%	N	N	N
98 TELE SUDESTE CELULAR PARTICACOES S.A.	92.0%	91.8%	87.4%	91.0%	90.9%	86.2%	9.0%	9.1%	0.0%	N	N	N
99 TELEBRAS	76.5%	76.5%	76.5%	47.6%	47.6%	47.6%	48.6%	0.0%	0.0%	N	N	N
100 TELEMAR NORTE LESTE S.A.	97.2%	97.2%	97.2%	43.2%	80.9%	79.5%	17.9%	18.2%	0.0%	N	N	N
101 TELEMAR PARTICACOES S.A.	80.1%	80.1%	50.1%	80.1%	80.1%	43.8%	0.0%	0.0%	0.0%	N	N	S
102 TELEMIG CELULAR PARTICACOES S.A.	52.1%	52.3%	89.2%	20.6%	20.0%	82.9%	100.0%	0.0%	0.0%	N	N	N
103 TELEMIG CELULAR	89.2%	89.2%	89.2%	82.9%	82.9%	82.9%	20.8%	0.0%	0.0%	N	N	N
104 TELESP CELULAR PARTICACOES S.A.	92.5%	94.9%	93.7%	66.1%	65.2%	65.1%	33.9%	34.3%	0.0%	N	N	N
105 TELEC DE SAO PAULO S.A. - TELESP	84.7%	84.7%	76.5%	87.5%	87.5%	47.8%	12.5%	12.5%	0.0%	N	N	N
106 TIM PARTICACOES S.A.	50.3%	53.2%	50.1%	19.9%	23.7%	19.9%	80.1%	76.3%	0.0%	N	N	N
107 TRACTEBEL ENERGIA S.A.	78.3%	80.4%	80.4%	78.3%	78.3%	78.3%	21.7%	21.7%	0.0%	N	N	N
108 TRAFQ EQUIPAMENTOS ELETRICOS S.A.	81.7%	81.7%	81.7%	40.2%	40.2%	42.3%	100.0%	100.0%	0.0%	S	S	S
109 CIA TRANSMISSAO ENERGIA ELET PAULISTA	61.2%	53.0%	53.0%	35.0%	26.4%	26.4%	63.7%	63.6%	0.0%	N	N	N
110 ULTRAPAR PARTICACOES S.A.	66.1%	66.1%	66.7%	40.7%	49.1%	49.1%	56.9%	46.2%	0.0%	S	S	N
111 UNIPAR UNIAO DE IND PETROG S.A.	57.3%	57.3%	57.3%	19.1%	19.1%	19.1%	80.9%	80.9%	80.9%	N	N	N
112 VALE DO RIO DOCE	52.3%	52.3%	52.3%	33.6%	33.6%	33.6%	65.1%	65.1%	0.0%	N	N	N
113 VARIG S.A. VIACAO AEREA RIOGRANDENSE	87.3%	87.3%	87.3%	55.7%	55.7%	55.7%	44.3%	44.3%	0.0%	N	N	N
114 VICUNHA TEXTIL S.A.	82.3%	82.3%	80.1%	67.7%	64.3%	62.6%	100.0%	100.0%	0.0%	N	N	N
115 VOTORANTIM CELULOSE E PAPEL S.A.	89.0%	89.0%	89.0%	49.1%	49.1%	49.1%	44.7%	99.8%	0.0%	N	N	N
116 WEG	97.0%	96.9%	96.9%	50.9%	50.3%	49.5%	36.0%	36.6%	0.0%	N	N	N
117 WLM - INDUSTRIA E COMERCIO S.A.	93.8%	92.7%	92.7%	81.7%	75.8%	75.8%	18.1%	23.9%	0.0%	N	N	N

	DIR = PRES?			Nº DE CONS. EXTERNOS			Nº DE CONS. INTERNOS			EXISTE CONS. FISCAL?		
	2004	2003	2002	2004	2003	2002	2004	2003	2002	2004	2003	2002
	1 ACESITA S.A.	N	N	N	11	10	10	6	6	6	S	S
2 ACOS VILLARES S.A.	S	S	N	6	6	6	6	7	8	N	N	N
3 ADUBOS TREVO S.A.	N	N	S	3	3	3	9	6	7	N	N	N
4 AES TIETE S.A.	N	N	N	13	14	9	6	6	3	S	S	N
5 SAO PAULO ALPARGATAS S.A.	N	N	S	6	5	4	5	6	5	S	S	N
6 AMAZONIA CELULAR	N	N	N	5	5	5	3	3	2	S	S	N
7 AMBEV	N	N	N	9	9	7	11	11	7	S	S	N
8 AMPLA ENERGIA	N	N	N	8	8	7	7	7	6	N	N	N
9 ARACRUZ CELULOSE S.A.	N	N	N	20	20	10	4	4	3	S	S	N
10 AVIPAL S.A. - AVICULTURA E AGROPECUARIA	S	S	S	4	3	3	6	7	8	S	N	N
11 BARDELLA S.A. INDUSTRIAS MECANICAS	N	N	N	4	4	3	3	3	5	S	S	N
12 BELGO MINEIRA	S	S	S	7	7	8	7	7	7	S	S	N
13 BICICLETAS CALOI S.A.	S	S	S	2	2	2	1	2	2	N	N	N
14 BOMBRIL	N	N	N	4	5	5	3	3	3	S	S	N
15 BRASIL TELECOM PARTICIPACOES S.A.	N	N	N	12	12	6	5	4	2	S	S	N
16 BRASIL TELECOM S.A.	N	N	N	7	7	7	4	4	4	S	S	N
17 CAEMI MINERACAO E METALURGIA S.A.	N	N	N	5	5	8	3	3	4	S	S	N
18 CIA ENERGETICA DE BRASILIA	S	S	S	11	11	10	4	4	4	S	S	N
19 CIA ENERGETICA DE PERNAMBUCO - CELPE	N	N	N	5	5	5	5	6	6	S	S	N
20 CIA ENERGETICA DE MINAS GERAIS - CEMIG	N	N	N	13	13	13	7	7	6	S	S	N
21 CESP - CIA ENERGETICA DE SAO PAULO	N	N	N	14	13	16	6	6	6	S	S	N
22 CIA GAS DE SAO PAULO - COMGAS	N	S	S	7	7	7	9	8	7	S	S	N
23 CONFAB INDUSTRIAL S.A.	N	N	N	7	7	6	8	8	8	S	S	N
24 CIA PARANAENSE DE ENERGIA - COPEL	N	N	N	8	7	8	6	8	7	S	S	N
25 COFESUL - CIA PETROQUIMICA DO SUL	N	N	N	7	7	7	4	4	3	S	S	N
26 CIA TECIDOS NORTE DE MINAS COTEMINAS	S	S	S	9	9	8	6	6	15	S	S	N
27 CELULAR CRT PARTICIPACOES S.A.	N	N	N	9	10	10	6	7	8	S	S	N
28 DURATEX	N	N	N	6	7	7	13	11	9	S	S	N
29 CENTRAIS ELET BRAS S.A. - ELETROBRAS	N	N	N	7	8	8	6	5	5	S	S	N
30 ELETROPAULO METROP. ELET. SAO PAULO S.A.	N	N	N	5	8	6	9	7	11	S	S	N
31 EMAE - EMPRESA METROP AGUAS ENERGIA S.A.	N	N	N	13	13	13	4	4	4	S	S	N
32 EMPRESA BRAS DE COMPRESSORES S.A. EMBRACO	N	N	N	3	4	3	6	6	6	S	S	N
33 EMBRAER-EMPRESA BRAS DE AERONAUTICA S.A.	N	N	N	11	12	12	7	7	7	S	S	N
34 EMBRATEL PARTICIPACOES S.A.	S	S	N	5	6	4	3	2	3	S	S	N
35 MANUFATURA DE BRINQUEDOS ESTRELA S.A.	S	S	S	2	2	2	4	4	4	S	S	N
36 ETERNIT S.A.	N	N	N	7	7	7	7	6	3	N	N	N
37 CIA FERRO LIGAS DA BAHIA - FERBASA	N	N	N	4	4	4	9	9	8	S	S	N
38 FERTIBRAS S.A.	N	S	N	5	6	6	5	6	6	N	N	N
39 FORJAS TAURUS S.A.	S	N	N	4	4	4	6	7	6	S	S	N
40 FERTILIZANTES FOSFATADOS S.A. - FOSFERTIL	N	N	N	9	9	9	6	7	5	S	S	N
41 FRAS-LE S.A.	S	S	S	4	4	4	6	6	6	S	S	N
42 DUKE ENERGY INT. GER. PARANAPANEMA S.A.	S	S	S	4	4	4	7	7	7	N	N	N
43 METALURGICA GERDAU S.A.	S	S	S	5	5	5	13	13	14	S	S	N
44 GERDAU S.A.	S	S	S	5	5	4	18	15	21	S	S	N
45 GLOBEX UTILIDADES S.A.	N	N	N	4	4	3	10	10	8	S	S	N
46 GRADIENTE ELETRONICA S.A.	S	S	S	8	8	6	5	5	3	S	S	N
47 GUARARAPES CONFECOES S.A.	S	S	S	2	2	2	7	7	8	S	S	N
48 INDUSTRIAS ROMI S.A.	S	S	S	7	7	7	6	6	6	N	N	N
49 INEPAR S.A. INDUSTRIA E CONSTRUOES	S	S	S	6	6	12	3	3	5	S	S	N
50 INEPAR ENERGIA	N	N	N	3	3	6	3	3	3	S	S	N
51 IOCHP MAXION	N	N	N	8	8	8	4	4	4	S	S	N
52 DISTRIBUIDORA PROD DE PETR IPIRANGA S.A.	S	S	N	4	4	4	5	6	4	S	S	N
53 ITALUSA	S	S	S	4	4	4	5	5	6	S	S	N
54 ITAUTEC	N	N	N	5	5	5	7	7	10	N	N	N
55 KLABIN S.A.	N	N	N	13	13	13	9	9	6	S	S	N
56 LIGHT SERVICOS DE ELETRICIDADE S.A.	S	S	N	9	6	6	9	9	7	N	N	N
57 LIGHT PARTICIPACOES S.A. - LIGHTPAR	N	N	N	5	5	5	3	3	4	S	S	N
58 LIX DA CUNHA	S	S	N	2	2	2	4	4	6	N	N	N
59 LOJAS AMERICANAS S.A.	N	N	N	6	6	5	6	6	5	S	S	N
60 M G POLIESTER	N	N	N	3	3	3	3	3	4	S	S	N
61 MANASA MADEIREIRA NACIONAL S.A.	S	S	N	4	4	5	3	3	4	S	S	N
62 MANGELS INDUSTRIAL S.A.	S	S	S	6	6	5	6	6	7	S	N	N
63 MARCOPOLO S.A.	S	S	S	4	4	4	4	4	4	S	S	N
64 MENDES JUNIOR ENGENHARIA S.A.	S	S	S	2	2	2	3	3	3	N	N	N
65 MAHLE-METAL LEVE S.A.	N	N	N	5	5	4	7	7	7	N	N	N
66 METISA METALURGICA TIMBOENSE S.A.	N	N	N	12	12	6	3	3	3	S	S	N
67 MINUPAR PARTICIPACOES S.A.	N	N	N	5	5	3	2	2	2	N	S	N
68 MULTIBRAS S.A. ELETRODOMESTICOS	S	S	S	2	2	2	8	8	6	N	N	N
69 MUNDIAL S.A. - PRODUTOS DE CONSUMO	S	S	S	3	3	2	3	3	3	S	S	N
70 NET SERVICOS DE COMUNICACAO S.A.	N	N	N	12	8	8	3	3	3	S	S	N
71 CIA BRASILEIRA DE DISTRIBUICAO	N	N	N	15	15	14	9	9	9	N	N	N
72 PARANAPANEMA S.A.	N	N	N	6	7	7	2	2	2	S	S	N
73 PAUL FORÇA E LUZ	N	N	N	13	13	15	5	5	4	S	S	N
74 PERDIGAO S.A.	N	N	N	7	7	7	7	6	6	S	S	N
75 PETROLEO BRASILEIRO S.A. PETROBRAS	N	N	N	8	8	8	7	7	7	S	S	N
76 PETROQUIMICA UNIAO S.A.	N	N	N	9	9	9	4	3	3	S	S	N
77 PETROBRAS QUIMICA S.A. - PETROQUISA	S	S	S	4	4	4	3	4	3	S	S	N
78 PLASCAR PARTICIPACOES INDUSTRIAIS S.A.	N	N	N	5	5	4	4	4	4	S	S	N
79 POLIALDEN PETROQUIMICA S.A.	N	N	N	4	4	4	3	3	3	S	S	N
80 POLITENO INDUSTRIA E COMERCIO S.A.	N	N	N	7	7	7	3	3	3	S	S	N
81 RASIP AGRO PASTORIL S.A.	S	S	S	2	2	2	3	3	3	N	N	N
82 RIPASA S.A. CELULOSE E PAPEL	N	N	N	7	5	6	3	8	7	S	S	N
83 ROSSI RESIDENCIAL S.A.	S	S	S	5	4	4	6	6	6	N	N	N
84 SABESP	N	N	N	7	8	8	7	7	7	S	S	N
85 SADI S.A.	N	N	N	11	10	11	16	17	16	S	S	N
86 SANTISTA TEXTIL S.A.	N	N	N	8	8	8	7	7	6	S	S	N
87 SAO CARLOS	N	N	N	4	4	3	3	3	4	N	N	N
88 SCHULZ	N	N	N	3	3	3	3	3	5	S	S	N
89 CIA SIDERURGICA NACIONAL	S	S	N	7	8	7	4	4	6	N	N	N
90 SOUZA CRUZ S.A.	N	N	N	9	9	9	8	8	10	N	N	N
91 SULTEPA	S	S	S	4	4	4	4	6	6	N	N	S

	DIR = PRES?			Nº DE CONS. EXTERNOS			Nº DE CONS. INTERNOS			EXISTE CONS. FISCAL?		
	2.004	2.003	2.002	2.004	2.003	2.002	2.004	2.003	2.002	2.004	2.003	2.002
	92 SUZANO BAHIA SUL PAPEL E CELULOSE S.A.	N	N	N	9	8	6	10	10	8	S	S
93 TEC TOY S.A.	N	N	N	2	3	2	5	4	3	N	N	N
94 TEKA-TECELAGEM KUEHNICH S.A.	N	N	N	6	6	6	7	7	5	S	S	N
95 TELE CENTRO-OESTE CEL ON	N	N	N	9	10	10	6	3	5	S	S	N
96 Tele Leste Celular PN	N	N	N	9	12	11	6	7	9	S	S	N
97 Tele Norte Celular PN	N	N	N	11	11	10	3	3	2	S	S	N
98 TELE SUDESTE CELULAR PARTICIPACOES S.A.	N	N	N	9	11	10	6	7	8	S	S	N
99 TELEBRAS	S	S	S	3	4	3	2	2	3	S	S	N
100 TELEMAR NORTE LESTE S.A.	S	S	S	3	3	4	4	4	4	S	S	N
101 TELEMAR PARTICIPACOES S.A.	N	N	N	4	4	3	4	4	4	S	S	N
102 TELEMIG CELULAR PARTICIPACOES S.A.	N	N	N	11	10	3	3	3	4	S	S	N
103 TELEMIG CELULAR	N	N	N	5	5	3	3	3	4	S	S	N
104 TELESP CELULAR PARTICIPACOES S.A.	N	N	N	9	11	11	6	7	8	S	S	N
105 TELECOM DE SAO PAULO S.A. - TELESP	S	S	N	11	11	3	12	12	2	S	S	N
106 TIM PARTICIPACOES S.A.	N	N	N	3	3	3	7	2	4	S	S	N
107 TRACTEBEL ENERGIA S.A.	N	N	N	6	6	6	6	6	7	S	S	N
108 TRAFOP EQUIPAMENTOS ELETRICOS S.A.	N	N	S	4	5	6	3	4	9	S	S	N
109 CIA TRANSMISSAO ENERGIA ELET PAULISTA	N	N	N	15	16	16	4	4	4	S	S	N
110 ULTRAPAR PARTICIPACOES S.A.	S	S	S	5	5	5	6	5	5	S	N	N
111 UNIPAR UNIAO DE IND PETROG S.A.	N	N	N	6	4	5	3	3	3	S	S	S
112 VALE DO RIO DOCE	N	N	N	11	11	11	7	7	7	S	S	N
113 VARIG S.A. VIACAO AEREA RIOGRANDENSE	N	N	N	8	7	7	9	9	7	S	N	N
114 VICUNHA TEXTIL S.A.	S	N	N	3	7	7	6	6	3	N	N	N
115 VOTORANTIM CELULOSE E PAPEL S.A.	N	N	N	4	4	5	7	7	6	S	S	N
116 WEG	N	N	N	6	6	6	4	4	4	S	S	N
117 WLM - INDUSTRIA E COMERCIO S.A.	N	N	N	3	3	3	3	4	4	N	S	N

	TOTAL AÇÃO ORD. CONTROLADOR (%)			TOTAL AÇÃO ORD.& PREF. CONTROLADOR (%)			FREE FLOAT?			ACORDO DE AÇION?		
	2004	2003	2002	2004	2003	2002	2004	2003	2002	2004	2003	2002
1 ACESITA S.A.	75.7%	75.7%	75.7%	46.4%	47.2%	48.1%	51.7%	51.4%	0.0%	S	S	S
2 ACOS VILLARES S.A.	58.4%	58.4%	58.4%	58.4%	58.4%	58.4%	5.0%	5.0%	0.0%	S	S	S
3 ADUBOS TREVO S.A.	100.0%	100.0%	96.1%	95.9%	95.9%	92.0%	100.0%	100.0%	0.0%	N	N	N
4 AES TIETE S.A.	71.4%	71.3%	71.3%	43.9%	43.7%	53.2%	47.5%	47.6%	0.0%	S	S	N
5 SAO PAULO ALPARGATAS S.A.	61.3%	61.3%	61.2%	33.9%	31.2%	31.2%	61.5%	64.3%	0.0%	N	N	N
6 AMAZONIA CELULAR	89.8%	89.8%	89.8%	75.0%	75.0%	75.0%	100.0%	0.0%	0.0%	N	N	N
7 AMBEV	86.5%	91.4%	75.9%	63.7%	60.7%	35.4%	36.3%	37.3%	0.0%	S	S	S
8 AMPLA ENERGIA	91.9%	91.9%	61.4%	91.9%	91.9%	61.4%	100.0%	100.0%	0.0%	S	S	S
9 ARACRUZ CELULOSE S.A.	96.5%	96.5%	96.5%	49.4%	49.4%	55.1%	44.8%	44.7%	0.0%	S	S	S
10 AVIPAL S.A. - AVICULTURA E AGROPECUARIA	76.7%	76.9%	76.9%	76.7%	76.9%	76.9%	22.5%	22.3%	0.0%	N	N	N
11 BARDELLA S.A. INDUSTRIAS MECANICAS	58.2%	45.0%	45.0%	23.1%	18.1%	18.1%	100.0%	100.0%	0.0%	S	S	S
12 BELGO MINERA	68.7%	68.7%	59.3%	58.5%	58.5%	52.9%	41.5%	45.0%	0.0%	N	N	N
13 BICICLETAS CALOI S.A.	97.5%	97.5%	97.5%	83.3%	83.3%	83.3%	100.0%	100.0%	100.0%	N	N	N
14 BOMBRIL	100.0%	100.0%	100.0%	38.0%	38.0%	38.0%	62.2%	0.0%	0.0%	N	N	N
15 BRASIL TELECOM PARTICIPACOES S.A.	51.0%	51.0%	53.6%	19.9%	19.0%	20.2%	0.0%	72.9%	0.0%	S	N	N
16 BRASIL TELECOM S.A.	99.1%	99.1%	96.8%	65.6%	65.5%	65.4%	31.8%	32.3%	0.0%	S	S	N
17 CAEMI MINERACAO E METALURGIA S.A.	100.0%	100.0%	100.0%	60.2%	60.2%	60.2%	39.8%	39.8%	0.0%	N	N	S
18 CIA ENERGETICA DE BRASILIA	89.3%	89.3%	89.3%	69.1%	69.14%	69.1%	100.0%	100.0%	0.0%	N	N	N
19 CIA ENERGETICA DE PERNAMBUCO - CELPE	99.6%	99.6%	99.6%	89.7%	89.2%	89.2%	10.4%	0.0%	0.0%	N	N	N
20 CIA ENERGETICA DE MINAS GERAIS - CEMIG	51.0%	51.3%	51.0%	22.3%	24.2%	24.1%	76.0%	75.8%	0.0%	N	N	N
21 CESP - CIA ENERGETICA DE SAO PAULO	71.1%	83.7%	83.71%	51.8%	49.2%	72.2%	46.8%	43.8%	0.0%	N	N	N
22 CIA GAS DE SAO PAULO - COMGAS	76.1%	76.1%	76.1%	62.4%	62.7%	62.7%	20.5%	20.5%	0.0%	N	N	N
23 CONFAB INDUSTRIAL S.A.	99.2%	99.2%	99.2%	39.0%	39.0%	39.0%	61.0%	61.0%	0.0%	N	N	N
24 CIA PARANAENSE DE ENERGIA - COPEL	58.6%	58.6%	58.6%	31.1%	31.1%	31.1%	44.7%	44.7%	0.0%	S	S	S
25 COPELUL - CIA PETROQUIMICA DO SUL	58.9%	58.9%	58.9%	58.9%	58.9%	58.9%	41.0%	41.0%	0.0%	S	S	N
26 CIA TECIDOS NORTE DE MINAS COTEMINAS	51.4%	51.4%	51.4%	19.5%	19.8%	19.7%	71.0%	71.0%	0.0%	S	S	S
27 CELLULAR CRT PARTICIPACOES S.A.	90.6%	66.4%	86.3%	67.4%	43.0%	60.6%	30.6%	31.1%	0.0%	N	N	N
28 DURATEX	86.4%	86.4%	86.4%	47.6%	47.6%	47.6%	47.3%	43.0%	0.0%	N	N	N
29 CENTRAIS ELET BRAS S.A. - ELETROBRAS	58.4%	58.4%	58.4%	49.9%	55.4%	52.5%	34.0%	30.6%	0.0%	N	N	N
30 ELETROPOL METROP. ELET. SAO PAULO S.A.	77.8%	80.0%	77.8%	73.9%	74.0%	31.0%	18.2%	18.4%	0.0%	N	N	N
31 EMAE - EMPRESA METROP AGUAS ENERGIA S.A.	97.4%	97.4%	97.4%	38.8%	38.8%	38.8%	60.2%	60.2%	0.0%	N	N	N
32 EMPRESA BRAS DE COMPRESSORES S.A. EMBRAC	97.0%	97.0%	97.0%	84.6%	84.6%	84.6%	15.4%	15.4%	0.0%	N	N	N
33 EMBRAER-EMPRESA BRAS DE AERONAUTICA S.A.	63.4%	63.4%	63.4%	32.1%	32.1%	32.1%	66.1%	67.4%	0.0%	S	S	S
34 EMBRATEL PARTICIPACOES S.A.	95.1%	90.3%	49.9%	63.7%	33.6%	18.6%	100.0%	100.0%	0.0%	N	N	N
35 MANUFATURA DE BRINQUEDOS ESTRELA S.A.	94.7%	94.7%	94.7%	31.6%	31.6%	31.6%	100.0%	100.0%	0.0%	N	N	N
36 ETERNIT S.A.	11.3%	11.2%	14.3%	13.5%	10.4%	10.4%	96.9%	99.7%	0.0%	N	N	S
37 CIA FERRO LIGAS DA BAHIA - FERBASA	98.8%	98.8%	98.8%	50.1%	50.1%	50.1%	0.0%	0.0%	0.0%	N	N	N
38 FERTIBRAS S.A.	100.0%	100.0%	100.0%	47.3%	47.3%	47.3%	50.8%	50.8%	0.0%	N	N	N
39 FORTJAS TAURUS S.A.	87.4%	87.4%	87.4%	31.5%	31.5%	31.5%	100.0%	100.0%	0.0%	N	N	N
40 FERTILIZANTES FOSFATADOS S.A. - FOSFERTIL	81.5%	81.5%	81.5%	56.2%	56.2%	56.2%	22.0%	22.0%	0.0%	N	N	N
41 FRAS-LE S.A.	53.1%	53.1%	53.1%	44.1%	44.1%	44.0%	55.2%	55.8%	0.0%	N	N	N
42 DUKE ENERGY INT. GER. PARANAPANEMA S.A.	93.1%	93.1%	93.1%	94.7%	94.7%	94.7%	5.3%	0.0%	0.0%	N	N	N
43 METALURGICA GERDAU S.A.	61.6%	61.6%	61.8%	21.7%	21.4%	23.9%	78.0%	78.4%	0.0%	N	N	N
44 GERDAU S.A.	75.7%	75.7%	83.3%	44.8%	44.8%	44.8%	53.3%	53.4%	0.0%	N	N	N
45 GLOBEX UTILIDADES S.A.	38.7%	38.7%	38.7%	20.7%	20.7%	20.7%	100.0%	100.0%	0.0%	S	S	N
46 GRADIENTE ELECTRONICA S.A.	77.4%	77.4%	77.4%	63.8%	56.5%	63.8%	0.0%	0.0%	0.0%	N	N	N
47 GUARARAPES CONFECOES S.A.	69.5%	69.5%	69.5%	77.3%	77.3%	76.3%	100.0%	100.0%	0.0%	N	N	N
48 INDUSTRIAS ROMI S.A.	68.6%	68.6%	68.6%	55.4%	55.4%	55.4%	31.2%	0.0%	31.2%	S	S	S
49 INEPAR S.A. INDUSTRIA E CONSTRUÇÕES	60.7%	60.7%	60.7%	22.2%	22.2%	22.2%	100.0%	100.0%	0.0%	S	S	S
50 INEPAR ENERGIA	60.0%	60.0%	60.0%	42.1%	42.1%	44.9%	30.3%	30.3%	0.0%	S	S	S
51 IOCHP MAXION	76.9%	86.6%	83.9%	60.6%	70.6%	68.6%	0.0%	0.0%	0.0%	S	S	S
52 DISTRIBUIDORA PROD DE PETR IPIRANGA S.A.	15.3%	15.3%	23.0%	6.5%	6.5%	10.9%	58.4%	57.9%	0.0%	S	S	N
53 ITALUSA	16.1%	16.1%	16.1%	7.4%	7.3%	7.0%	66.9%	67.4%	0.0%	S	S	S
54 ITAUTEC	89.2%	89.2%	89.2%	89.2%	89.2%	89.2%	10.5%	10.5%	0.0%	N	N	N
55 KLABIN S.A.	59.5%	59.5%	59.5%	20.5%	20.5%	20.5%	63.6%	63.5%	0.0%	S	S	S
56 LIGHT SERVICOS DE ELETRICIDADE S.A.	94.8%	80.1%	79.8%	94.8%	80.1%	79.8%	5.2%	5.2%	0.0%	N	N	N
57 LIGHT PARTICIPACOES S.A. - LIGHTPAR	81.6%	81.6%	81.6%	81.6%	81.6%	81.6%	18.4%	18.4%	0.0%	N	N	N
58 LIX DA CLINHA	51.7%	51.7%	51.7%	26.3%	26.3%	26.3%	0.0%	0.0%	0.0%	N	N	N
59 LOJAS AMERICANAS S.A.	51.8%	51.8%	54.4%	19.7%	19.7%	25.1%	60.2%	63.9%	0.0%	N	N	N
60 M G POLIESTER	88.5%	88.5%	88.5%	88.5%	88.5%	88.5%	0.0%	0.0%	0.0%	N	N	N
61 MANASA MADEIREIRA NACIONAL S.A.	71.0%	71.0%	71.0%	57.0%	57.0%	57.0%	100.0%	100.0%	0.0%	N	N	N
62 MANGELS INDUSTRIAL S.A.	99.9%	99.9%	99.9%	33.5%	33.5%	33.5%	51.7%	51.7%	0.0%	S	S	S
63 MARCOPOLO S.A.	58.9%	58.9%	58.9%	24.6%	24.6%	28.9%	73.1%	67.2%	0.0%	S	S	S
64 MENDES JUNIOR ENGENHARIA S.A.	94.9%	94.9%	84.7%	93.1%	93.1%	79.4%	0.0%	0.0%	0.0%	N	N	N
65 MAHLE-METAL LEVE S.A.	83.2%	83.2%	83.2%	76.0%	75.2%	72.4%	100.0%	100.0%	0.0%	N	N	N
66 METISA METALURGICA TIMBOENSE S.A.	60.5%	60.5%	60.5%	35.2%	35.2%	33.6%	42.3%	44.9%	0.0%	N	N	N
67 MINUPAR PARTICIPACOES S.A.	85.9%	85.9%	85.9%	35.1%	35.1%	35.1%	100.0%	100.0%	100.0%	N	N	N
68 MULTIBRAS S.A. ELETRODOMESTICOS	52.5%	52.5%	52.5%	52.5%	52.5%	52.5%	5.9%	5.9%	0.0%	N	N	N
69 MUNDIAL S.A. - PRODUTOS DE CONSUMO	84.8%	86.2%	93.7%	53.6%	55.5%	32.6%	100.0%	100.0%	0.0%	N	N	N
70 NET SERVICOS DE COMUNICACAO S.A.	99.3%	90.4%	98.2%	50.3%	65.2%	80.0%	49.7%	27.9%	0.0%	S	S	S
71 CIA BRASILEIRA DE DISTRIBUICAO	94.3%	60.4%	60.4%	43.2%	40.4%	40.2%	45.5%	25.5%	0.0%	S	S	S
72 PARANAPANEMA S.A.	68.5%	53.6%	55.5%	57.8%	49.2%	50.3%	100.0%	100.0%	0.0%	N	N	N
73 PAUL FORÇA E LUZ	97.4%	97.4%	53.0%	94.9%	94.0%	26.4%	1.7%	1.6%	0.0%	N	N	N
74 PERDIGAO S.A.	79.7%	79.7%	79.9%	49.3%	49.3%	48.2%	50.4%	50.4%	0.0%	S	S	S
75 PETROLEO BRASILEIRO S.A. PETROBRAS	55.7%	55.7%	55.7%	32.2%	32.2%	32.2%	59.5%	59.3%	0.0%	N	N	N
76 PETROQUIMICA UNIAO S.A.	57.3%	57.3%	57.3%	56.9%	56.9%	56.9%	39.2%	0.0%	0.0%	S	S	S
77 PETROBRAS QUIMICA S.A. - PETROQUISA	100.0%	100.0%	100.0%	99.0%	99.0%	99.0%	1.0%	1.0%	0.0%	N	N	N
78 FLASCAR PARTICIPACOES INDUSTRIAIS S.A.	100.0%	100.0%	100.0%	56.5%	56.5%	56.5%	43.5%	43.5%	0.0%	N	N	N
79 POLIALDEN PETROQUIMICA S.A.	100.0%	100.0%	66.7%	63.7%	63.7%	42.6%	61.4%	61.4%	0.0%	N	N	S
80 POLITENO INDUSTRIA E COMERCIO S.A.	100.0%	100.0%	100.0%	96.2%	96.2%	94.7%	100.0%	100.0%	0.0%	S	S	S
81 RASIP AGRO PASTORIL S.A.	82.5%	77.4%	77.4%	59.8%	46.8%	44.7%	43.9%	35.8%	0.0%	N	N	N
82 RIPASA S.A. CELULOSE E PAPEL	99.2%	97.7%	97.7%	58.0%	54.1%	54.1%	40.5%	40.5%	0.0%	S	S	S
83 ROSSI RESIDENCIAL S.A.	80.2%	80.9%	89.5%	80.2%	80.9%	89.5%	8.5%	8.5%	0.0%	N	N	N
84 SABESP	50.3%	50.3%	71.6%	50.3%	50.3%	71.6%	49.7%	49.7%	0.0%	N	N	N
85 SADIA S.A.	27.8%	27.8%	27.8%	11.8%	11.8%	12.2%	75.8%	65.9%	0.0%	S	S	S
86 SANTISTA TEXTIL S.A.	100.0%	100.0%	99.9%	74.5%	74.5%	74.4%	25.4%	41.2%	0.0%	S	S	S
87 SÃO CARLOS	88.8%	72.4%	71.8%	62.8%	38.4%	37.3%	0.0%	0.0%	0.0%	N	N	N
88 SCHULZ	99.7%	99.7%	99.7%	56.2%	52.8%	52.8%	43.8%	47.2%	0.0%	N	N	N
89 CIA SIDERURGICA NACIONAL	42.7%	46.5%	46.5%	42.7%	46.5%	46.5%	53.2%	53.5%	53.5%	N	N	S
90 SOUZA CRUZ S.A.	75.3%	75.3%	75.3%	75.3%	75.3%	75.3%	24.7%	24.7%	0.0%	N	N	N
91 SULTEPA	88.0%	88.0%	88.0%	53.0%	53.0%	53.0%	100.0%	100.0%	0.0%	N	N	N

	DIR = PRES?			N° DE CONS. EXTERNOS			N° DE CONS. INTERNOS			EXISTE CONS. FISCAL?		
	2.004	2.003	2.002	2.004	2.003	2.002	2.004	2.003	2.002	2.004	2.003	2.002
	92 SUZANO BAHIA SUL PAPEL E CELULOSE S.A.	N	N	N	9	8	6	10	10	8	S	S
93 TEC TOY S.A.	N	N	N	2	3	2	5	4	3	N	N	N
94 TEKA-TECELAGEM KUEHNRIK S.A.	N	N	N	6	6	6	7	7	5	S	S	N
95 TELE CENTRO-OESTE CEL ON	N	N	N	9	10	10	6	3	5	S	S	N
96 Tele Leste Celular PN	N	N	N	9	12	11	6	7	9	S	S	N
97 Tele Norte Celular PN	N	N	N	11	11	10	3	3	2	S	S	N
98 TELE SUDESTE CELULAR PARTICIPACOES S.A.	N	N	N	9	11	10	6	7	8	S	S	N
99 TELEBRAS	S	S	S	3	4	3	2	2	3	S	S	N
100 TELEMAR NORTE LESTE S.A.	S	S	S	3	3	4	4	4	4	S	S	N
101 TELEMAR PARTICIPACOES S.A.	N	N	N	4	4	3	4	4	4	S	S	N
102 TELEMIG CELULAR PARTICIPACOES S.A.	N	N	N	11	10	3	3	3	4	S	S	N
103 TELEMIG CELULAR	N	N	N	5	5	3	3	3	4	S	S	N
104 TELESP CELULAR PARTICIPACOES S.A.	N	N	N	9	11	11	6	7	8	S	S	N
105 TELECOM DE SAO PAULO S.A. - TELESP	S	S	N	11	11	3	12	12	2	S	S	N
106 TIM PARTICIPACOES S.A.	N	N	N	3	3	3	7	2	4	S	S	N
107 TRACTEBEL ENERGIA S.A.	N	N	N	6	6	6	6	6	7	S	S	N
108 TRAFOP EQUIPAMENTOS ELETRICOS S.A.	N	N	S	4	5	6	3	4	9	S	S	N
109 CIA TRANSMISSAO ENERGIA ELET PAULISTA	N	N	N	15	16	16	4	4	4	S	S	N
110 ULTRAPAR PARTICIPACOES S.A.	S	S	S	5	5	5	6	5	5	S	N	N
111 UNIPAR UNIAO DE IND PETROG S.A.	N	N	N	6	4	5	3	3	3	S	S	S
112 VALE DO RIO DOCE	N	N	N	11	11	11	7	7	7	S	S	N
113 VARIG S.A. VIACAO AEREA RIOGRANDENSE	N	N	N	8	7	7	9	9	7	S	N	N
114 VICUNHA TEXTIL S.A.	S	N	N	3	7	7	6	6	3	N	N	N
115 VOTORANTIM CELULOSE E PAPEL S.A.	N	N	N	4	4	5	7	7	6	S	S	N
116 WEG	N	N	N	6	6	6	4	4	4	S	S	N
117 WLM - INDUSTRIA E COMERCIO S.A.	N	N	N	3	3	3	3	4	4	N	S	N

	TAM (DE 05 A 09?)						EXISTE PRCD?			HÁ DIVULGAÇÃO DE PRÁT. RESPONS. CORPORATIVAS?			TAMANHO DO CONSELHO					
	2004			2003			2002			2004			2003			2002		
	2004	2003	2002	2004	2003	2002	2004	2003	2002	2004	2003	2002	2004	2003	2002	2004	2003	2002
1 ACESITA S.A.	N	N	N	S	S	S	S	S	N	N	N	17	16	16				
2 ACOS VILLARES S.A.	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	12	13	14				
3 ADUBOS TREVO S.A.	N	S	N	S	S	S	N	N	N	N	N	12	9	10				
4 AES TIETE S.A.	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	19	20	12				
5 SAO PAULO ALPARGATAS S.A.	N	N	S	S	S	S	N	S	N	N	N	11	11	9				
6 AMAZONIA CELULAR	S	S	S	S	S	S	N	S	N	N	N	8	8	7				
7 AMBEV	N	N	N	S	S	S	S	S	N	N	N	20	20	14				
8 AMPLA ENERGIA	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	15	15	13				
9 ARACRUZ CELULOSE S.A.	N	N	N	N	N	N	S	S	N	N	N	24	24	13				
10 AVIPAL S.A. - AVICULTURA E AGROPECUARIA	N	N	N	N	N	N	S	N	N	N	N	10	10	11				
11 BARDELLA S.A. INDUSTRIAS MECANICAS	S	S	S	S	S	S	N	N	N	N	N	7	7	8				
12 BELGO MINEIRA	N	N	N	S	S	S	N	N	N	N	N	14	14	15				
13 BICICLETAS CALOI S.A.	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	3	4	4				
14 BOMBRIL	S	S	S	N	N	N	N	N	N	N	N	7	8	8				
15 BRASIL TELECOM PARTICIPACOES S.A.	N	N	S	S	S	S	N	S	N	S	N	17	16	8				
16 BRASIL TELECOM S.A.	N	N	N	S	S	S	S	S	N	S	N	11	11	11				
17 CAEMI MINERACAO E METALURGIA S.A.	S	S	N	N	N	N	S	S	N	S	N	8	8	12				
18 CIA ENERGETICA DE BRASILIA	N	N	N	N	N	N	S	S	N	S	N	15	15	14				
19 CIA ENERGETICA DE PERNAMBUCO - CELPE	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	10	11	11				
20 CIA ENERGETICA DE MINAS GERAIS - CEMIG	N	N	N	S	S	S	S	S	N	S	N	20	20	19				
21 CESP - CIA ENERGETICA DE SAO PAULO	N	N	N	N	N	N	S	N	N	N	N	20	19	22				
22 CIA GAS DE SAO PAULO - COMGAS	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	16	15	14				
23 CONFAB INDUSTRIAL S.A.	N	N	N	S	S	S	N	N	N	N	N	15	15	14				
24 CIA PARANAENSE DE ENERGIA - COPEL	N	N	N	N	N	N	S	S	N	S	N	14	15	15				
25 COPELUL - CIA PETROQUIMICA DO SUL	N	N	N	S	S	S	N	N	N	N	N	11	11	10				
26 CIA TECIDOS NORTE DE MINAS COTEMINAS	N	N	N	S	S	S	N	N	N	N	N	15	15	23				
27 CELULAR CRT PARTICIPACOES S.A.	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	15	17	18				
28 DURATEX	N	N	N	S	S	S	S	S	N	S	N	19	18	16				
29 CENTRAIS ELET BRAS S.A. - ELETROBRAS	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	13	13	13				
30 ELETROPAULO METROP. ELET. SAO PAULO S.A.	N	N	N	N	N	N	N	S	N	S	N	14	15	17				
31 EMAE - EMPRESA METROP AGUAS ENERGIA S.A.	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	17	17	17				
32 EMPRESA BRAS DE COMPRESSORES S.A. EMBRACO	S	N	S	S	S	S	N	N	N	N	N	9	10	9				
33 EMBRAER-EMPRESA BRAS DE AERONAUTICA S.A.	N	N	N	S	S	S	N	N	N	N	N	18	19	19				
34 EMBRATEL PARTICIPACOES S.A.	S	S	S	N	N	N	S	S	N	S	N	8	8	7				
35 MANUFATURA DE BRINQUEDOS ESTRELA S.A.	S	S	S	S	S	S	N	N	N	N	N	6	6	6				
36 ETERNIT S.A.	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	14	13	10				
37 CIA FERRO LIGAS DA BAHIA - FERBASA	N	N	N	S	S	S	N	N	N	N	N	13	13	12				
38 FERTIBRAS S.A.	N	N	N	S	S	S	S	N	N	N	N	10	12	12				
39 FORJAS TAURUS S.A.	N	N	N	S	S	S	N	N	N	N	N	10	11	10				
40 FERTILIZANTES FOSFATADOS S.A. - FOSFERTIL	N	N	N	N	N	N	S	N	N	S	N	15	16	14				
41 FRAS-LE S.A.	N	N	N	S	S	S	S	S	N	S	N	10	10	10				
42 DUKE ENERGY INT. GER. PARANAPANEMA S.A.	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	11	11	11				
43 METALURGICA GERDAU S.A.	N	N	N	S	S	S	S	N	N	N	N	18	18	19				
44 GERDAU S.A.	N	N	N	S	S	S	S	N	N	N	N	21	20	25				
45 GLOBEX UTILIDADES S.A.	N	N	N	S	S	S	S	S	N	S	N	14	14	11				
46 GRADIENTE ELETRONICA S.A.	N	N	S	N	N	N	N	N	N	N	N	13	13	9				
47 GUARARAPES CONFECOES S.A.	S	S	N	N	N	N	N	N	N	N	N	9	9	10				
48 INDUSTRIAS ROMI S.A.	N	N	N	S	S	S	N	N	N	N	N	13	13	13				
49 INEPAR S.A. INDUSTRIA E CONSTRUOES	S	S	N	S	S	S	N	N	N	N	N	9	9	17				
50 INEPAR ENERGIA	S	S	S	S	S	S	N	N	N	N	N	6	6	9				
51 IOCHP MAXION	N	N	N	S	S	S	S	N	N	N	N	12	12	12				
52 DISTRIBUIDORA PROD DE PETR IPIRANGA S.A.	S	N	S	S	S	S	N	N	N	N	N	9	10	8				
53 ITALUSA	S	S	N	S	S	S	S	S	N	N	N	9	9	10				
54 ITAUTEC	N	N	N	S	S	S	S	S	N	N	N	12	12	15				
55 KLABIN S.A.	N	N	N	S	S	S	S	S	N	S	N	22	22	19				
56 LIGHT SERVICOS DE ELETRICIDADE S.A.	N	N	N	N	N	N	S	S	N	S	N	18	15	13				
57 LIGHT PARTICIPACOES S.A. - LIGHTPAR	S	S	S	N	N	N	N	N	N	N	N	8	8	9				
58 LIX DA CUNHA	S	S	S	N	N	N	N	N	N	N	N	6	6	8				
59 LOJAS AMERICANAS S.A.	N	N	N	S	S	S	N	N	N	N	N	12	12	10				
60 M G POLIESTER	S	S	S	N	N	N	N	N	N	N	N	6	6	7				
61 MANASA MADEIREIRA NACIONAL S.A.	S	S	S	N	N	N	N	N	N	N	N	7	7	9				
62 MANGELS INDUSTRIAL S.A.	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	12	12	12				
63 MARCOPOLO S.A.	S	S	S	S	S	S	S	S	N	S	N	8	8	8				
64 MENDES JUNIOR ENGENHARIA S.A.	S	S	S	N	N	N	N	N	N	N	N	5	5	5				
65 MAHLE-METAL LEVE S.A.	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	12	12	11				
66 METISA METALURGICA TIMBOENSE S.A.	N	N	S	S	S	S	N	N	N	N	N	15	15	9				
67 MINUPAR PARTICIPACOES S.A.	S	S	S	N	N	N	N	N	N	N	N	7	7	5				
68 MULTIBRAS S.A. ELETRODOMESTICOS	N	N	S	S	S	S	N	N	N	N	N	10	10	8				
69 MUNDIAL S.A. - PRODUTOS DE CONSUMO	S	S	S	N	N	N	N	N	N	N	N	6	6	5				
70 NET SERVICOS DE COMUNICACAO S.A.	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	15	11	11				
71 CIA BRASILEIRA DE DISTRIBUICAO	N	N	N	S	N	S	S	S	N	S	N	24	24	23				
72 PARANAPANEMA S.A.	S	S	S	N	N	N	N	N	N	N	N	8	9	9				
73 PAUL FORÇA E LUZ	N	N	N	N	N	N	S	S	N	S	N	18	18	19				
74 PERDIGAO S.A.	N	N	N	S	S	S	S	S	N	S	N	14	13	13				
75 PETROLEO BRASILEIRO S.A. PETROBRAS	N	N	N	S	S	S	S	S	N	S	N	15	15	15				
76 PETROQUIMICA UNIAO S.A.	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	13	12	12				
77 PETROBRAS QUIMICA S.A. - PETROQUISA	S	S	S	S	S	S	N	S	N	S	N	7	8	7				
78 PLASCAR PARTICIPACOES INDUSTRIAIS S.A.	S	S	S	N	N	N	N	N	N	N	N	9	9	8				
79 POLIALDEN PETROQUIMICA S.A.	S	S	S	N	N	N	N	N	N	N	N	7	7	7				
80 POLITENO INDUSTRIA E COMERCIO S.A.	N	N	N	S	S	S	N	N	N	N	N	10	10	10				
81 RASIP AGRO PASTORIL S.A.	S	S	S	S	S	S	N	N	N	N	N	5	5	5				
82 RIPASA S.A. CELULOSE E PAPEL	N	N	N	N	N	N	S	S	N	S	N	10	13	13				
83 ROSSI RESIDENCIAL S.A.	N	N	N	N	N	N	S	S	N	S	N	11	10	10				
84 SABESP	N	N	N	N	N	N	S	N	N	N	N	14	15	15				
85 SADIA S.A.	N	N	N	S	S	S	S	N	N	N	N	27	27	27				
86 SANTISTA TEXTIL S.A.	N	N	N	N	N	S	N	N	N	N	N	15	15	14				
87 SAO CARLOS	S	S	S	N	S	S	N	N	N	N	N	7	7	7				
88 SCHULZ	S	S	S	S	S	S	N	N	N	N	N	6	6	8				
89 CIA SIDERURGICA NACIONAL	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	11	12	13				
90 SOUZA CRUZ S.A.	N	N	N	S	S	S	S	N	N	N	N	17	17	19				
91 SULTEPA	S	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	8	10	10				

	TAM (DE 05 A 09?)			EXISTE PRCD?			HÁ DIVULGAÇÃO DE PRÁT. RESPONS. CORPORATIVAS?			TAMANHO DO CONSELHO		
	2.004	2.003	2.002	2.004	2.003	2.002	2.004	2.003	2.002	2.004	2.003	2.002
92 SUZANO BAHIA SUL PAPEL E CELULOSE S.A.	N	N	N	S	S	S	N	N	N	19	18	14
93 TEC TOY S.A.	S	S	S	S	S	S	N	N	N	7	7	5
94 TEKA-TECELAGEM KUEHNRIK S.A.	N	N	N	S	S	S	N	N	N	13	13	11
95 TELE CENTRO-OESTE CEL ON	N	N	N	N	S	S	N	N	N	15	13	15
96 Tele Leste Celular PN	N	N	N	N	N	N	N	N	N	15	19	20
97 Tele Norte Celular PN	N	N	N	S	S	S	S	S	N	14	14	12
98 TELE SUDESTE CELULAR PARTICIPACOES S.A.	N	N	N	N	N	S	N	N	N	15	18	18
99 TELEBRAS	S	S	S	N	N	N	N	N	N	5	6	6
100 TELEMAR NORTE LESTE S.A.	S	S	S	S	S	S	S	N	N	7	7	8
101 TELEMAR PARTICIPACOES S.A.	S	S	S	S	S	S	N	N	N	8	8	7
102 TELEMIG CELULAR PARTICIPACOES S.A.	N	N	S	S	S	S	S	S	N	14	13	7
103 TELEMIG CELULAR	S	S	S	S	S	S	S	S	N	8	8	7
104 TELESP CELULAR PARTICIPACOES S.A.	N	N	N	N	N	N	N	N	N	15	18	19
105 TELECOM DE SAO PAULO S.A. - TELESP	N	N	S	S	S	N	S	S	N	23	23	5
106 TIM PARTICIPACOES S.A.	N	S	S	S	S	S	S	S	N	10	5	7
107 TRACTEBEL ENERGIA S.A.	N	N	N	N	N	N	N	N	N	12	12	13
108 TRAFOP EQUIPAMENTOS ELETRICOS S.A.	S	S	N	N	N	S	N	N	N	7	9	15
109 CIA TRANSMISSAO ENERGIA ELET PAULISTA	N	N	N	N	N	N	S	S	N	19	20	20
110 ULTRAPAR PARTICIPACOES S.A.	N	N	N	S	S	S	S	S	N	11	10	10
111 UNIPAR UNIAO DE IND PETROG S.A.	S	S	S	S	S	S	N	N	N	9	7	8
112 VALE DO RIO DOCE	N	N	N	N	N	N	S	S	N	18	18	18
113 VARIG S.A. VIACAO AEREA RIOGRANDENSE	N	N	N	N	N	N	S	S	N	17	16	14
114 VICUNHA TEXTIL S.A.	S	N	N	N	N	N	N	N	N	9	13	10
115 VOTORANTIM CELULOSE E PAPEL S.A.	N	N	N	S	S	S	S	S	N	11	11	11
116 WEG	N	N	N	S	S	S	S	S	N	10	10	10
117 WLM - INDUSTRIA E COMERCIO S.A.	S	S	S	N	N	N	S	N	N	6	7	7

## APÊNDICE C – RESUMO ÍNDICE CGOV

	TOTAL CGOV		
	2004	2003	2002
1 ACESITA S.A.	8	8	5
2 ACOS VILLARES S.A.	3	2	3
3 ADUBOS TREVO S.A.	3	4	1
4 AES TIETE S.A.	6	6	2
5 SAO PAULO ALPARGATAS S.A.	6	6	3
6 AMAZONIA CELULAR	6	6	4
7 AMBEV	6	6	5
8 AMPLA ENERGIA	5	5	4
9 ARACRUZ CELULOSE S.A.	7	7	3
10 AVIPAL S.A. - AVICULTURA E AGROPECUARIA	3	1	1
11 BARDELLA S.A. INDUSTRIAS MECANICAS	8	9	6
12 BELGO MINEIRA	4	4	2
13 BICICLETAS CALOI S.A.	2	2	2
14 BOMBRIL	6	5	4
15 BRASIL TELECOM PARTICIPACOES S.A.	6	7	5
16 BRASIL TELECOM S.A.	7	7	3
17 CAEMI MINERACAO E METALURGIA S.A.	6	6	3
18 CIA ENERGETICA DE BRASILIA	4	4	1
19 CIA ENERGETICA DE PERNAMBUCO - CELPE	3	2	1
20 CIA ENERGETICA DE MINAS GERAIS - CEMIG	7	7	4
21 CESP - CIA ENERGETICA DE SAO PAULO	5	5	2
22 CIA GAS DE SAO PAULO - COMGAS	2	1	1
23 CONFAB INDUSTRIAL S.A.	5	5	3
24 CIA PARANAENSE DE ENERGIA - COPEL	7	6	4
25 COPEL - CIA PETROQUIMICA DO SUL	7	7	5
26 CIA TECIDOS NORTE DE MINAS COTEMINAS	6	6	3
27 CELULAR CRT PARTICIPACOES S.A.	4	5	2
28 DURATEX	6	6	3
29 CENTRAIS ELET BRAS S.A. - ELETROBRAS	5	4	2
30 ELETROPAULO METROP. ELET. SAO PAULO S.A.	2	4	2
31 EMAE - EMPRESA METROP. AGUAS ENERGIA S.A.	5	5	3
32 EMPRESA BRAS DE COMPRESSORES S.A. EMBRACO	4	3	3
33 EMBRAER-EMPRESA BRAS DE AERONAUTICA S.A.	7	7	5
34 EMBRATEL PARTICIPACOES S.A.	5	6	5
35 MANUFATURA DE BRINQUEDOS ESTRELA S.A.	5	5	3
36 ETERNIT S.A.	7	5	5
37 CIA FERRO LIGAS DA BAHIA - FERBASA	3	3	2
38 FERTIBRAS S.A.	6	4	4
39 FORJAS TAURUS S.A.	4	5	3
40 FERTILIZANTES FOSFATADOS S.A. - FOSFERTIL	4	3	2
41 FRAS-LE S.A.	5	5	2
42 DUKE ENERGY INT. GER. PARANAPANEMA S.A.	1	1	1
43 METALURGICA GERDAU S.A.	5	4	2
44 GERDAU S.A.	5	4	2
45 GLOBEX UTILIDADES S.A.	8	8	4
46 GRADIENTE ELETRONICA S.A.	2	2	2
47 GUARARAPES CONFECOES S.A.	4	4	1
48 INDUSTRIAS ROMI S.A.	4	3	4
49 INEPAR S.A. INDUSTRIA E CONSTRUCOES	7	7	4
50 INEPAR ENERGIA	8	8	6
51 IOCHP MAXION	6	5	4
52 DISTRIBUIDORA PROD DE PETR IPIRANGA S.A.	7	6	6
53 ITAUSA	8	8	4
54 ITAUTEC	4	3	3
55 KLABIN S.A.	8	8	5
56 LIGHT SERVICOS DE ELETRICIDADE S.A.	3	2	2
57 LIGHT PARTICIPACOES S.A. - LIGHTPAR	5	5	4
58 LIX DA CUNHA	2	2	3
59 LOJAS AMERICANAS S.A.	6	6	4
60 M G POLIESTER	4	4	2
61 MANASA MADEIREIRA NACIONAL S.A.	4	4	3

		TOTAL CGOV		
		2004	2003	2002
62	MANGELS INDUSTRIAL S.A.	5	4	2
63	MARCOPOLO S.A.	8	8	5
64	MENDES JUNIOR ENGENHARIA S.A.	1	1	1
65	MAHLE-METAL LEVE S.A.	2	2	1
66	METISA METALURGICA TIMBOENSE S.A.	6	6	5
67	MINUPAR PARTICIPACOES S.A.	5	6	5
68	MULTIBRAS S.A. ELETRODOMESTICOS	2	2	3
69	MUNDIAL S.A. - PRODUTOS DE CONSUMO	4	4	2
70	NET SERVICOS DE COMUNICACAO S.A.	6	4	3
71	CIA BRASILEIRA DE DISTRIBUICAO	7	6	5
72	PARANAPANEMA S.A.	5	6	3
73	PAUL FORÇA E LUZ	4	4	3
74	PERDIGAO S.A.	8	8	5
75	PETROLEO BRASILEIRO S.A. PETROBRAS	7	7	4
76	PETROQUIMICA UNIAO S.A.	5	4	3
77	PETROBRAS QUIMICA S.A. - PETROQUISA	4	5	3
78	PLASCAR PARTICIPACOES INDUSTRIAIS S.A.	5	5	3
79	POLIALDEN PETROQUIMICA S.A.	5	5	5
80	POLITENO INDUSTRIA E COMERCIO S.A.	6	6	4
81	RASIP AGRO PASTORIL S.A.	3	4	3
82	RIPASA S.A. CELULOSE E PAPEL	6	5	2
83	ROSSI RESIDENCIAL S.A.	2	2	1
84	SABESP	6	5	3
85	SADIA S.A.	8	7	5
86	SANTISTA TEXTIL S.A.	5	5	4
87	SÃO CARLOS	3	5	4
88	SCHULZ	6	6	2
89	CIA SIDERURGICA NACIONAL	5	5	7
90	SOUZA CRUZ S.A.	5	4	3
91	SULTEPA	3	1	1
92	SUZANO BAHIA SUL PAPEL E CELULOSE S.A.	6	6	2
93	TEC TOY S.A.	5	5	3
94	TEKA-TECELAGEM KUEHNRIK S.A.	6	6	5
95	TELE CENTRO-OESTE CEL ON	4	5	4
96	Tele Leste Celular PN	5	5	3
97	Tele Norte Celular PN	6	6	4
98	TELE SUDESTE CELULAR PARTICIPACOES S.A.	3	3	3
99	TELEBRAS	5	4	3
100	TELEMAR NORTE LESTE S.A.	5	3	3
101	TELEMAR PARTICIPACOES S.A.	6	6	5
102	TELEMIG CELULAR PARTICIPACOES S.A.	7	6	3
103	TELEMIG CELULAR	6	6	3
104	TELESP CELULAR PARTICIPACOES S.A.	4	4	2
105	TELEC DE SAO PAULO S.A. - TELESP	4	4	4
106	TIM PARTICIPACOES S.A.	6	8	4
107	TRACTEBEL ENERGIA S.A.	4	3	1
108	TRAFO EQUIPAMENTOS ELETRICOS S.A.	7	7	3
109	CIA TRANSMISSAO ENERGIA ELET PAULISTA	6	6	3
110	ULTRAPAR PARTICIPACOES S.A.	6	6	3
111	UNIPAR UNIAO DE IND PETROG S.A.	7	7	7
112	VALE DO RIO DOCE	6	6	3
113	VARIG S.A. VIACAO AEREA RIOGRANDENSE	4	3	2
114	VICUNHA TEXTIL S.A.	2	3	2
115	VOTORANTIM CELULOSE E PAPEL S.A.	6	6	3
116	VEG	6	6	4
117	VLM - INDUSTRIA E COMERCIO S.A.	4	3	2







This document was created with Win2PDF available at <http://www.win2pdf.com>.  
The unregistered version of Win2PDF is for evaluation or non-commercial use only.  
This page will not be added after purchasing Win2PDF.

# Livros Grátis

( <http://www.livrosgratis.com.br> )

Milhares de Livros para Download:

[Baixar livros de Administração](#)

[Baixar livros de Agronomia](#)

[Baixar livros de Arquitetura](#)

[Baixar livros de Artes](#)

[Baixar livros de Astronomia](#)

[Baixar livros de Biologia Geral](#)

[Baixar livros de Ciência da Computação](#)

[Baixar livros de Ciência da Informação](#)

[Baixar livros de Ciência Política](#)

[Baixar livros de Ciências da Saúde](#)

[Baixar livros de Comunicação](#)

[Baixar livros do Conselho Nacional de Educação - CNE](#)

[Baixar livros de Defesa civil](#)

[Baixar livros de Direito](#)

[Baixar livros de Direitos humanos](#)

[Baixar livros de Economia](#)

[Baixar livros de Economia Doméstica](#)

[Baixar livros de Educação](#)

[Baixar livros de Educação - Trânsito](#)

[Baixar livros de Educação Física](#)

[Baixar livros de Engenharia Aeroespacial](#)

[Baixar livros de Farmácia](#)

[Baixar livros de Filosofia](#)

[Baixar livros de Física](#)

[Baixar livros de Geociências](#)

[Baixar livros de Geografia](#)

[Baixar livros de História](#)

[Baixar livros de Línguas](#)

[Baixar livros de Literatura](#)  
[Baixar livros de Literatura de Cordel](#)  
[Baixar livros de Literatura Infantil](#)  
[Baixar livros de Matemática](#)  
[Baixar livros de Medicina](#)  
[Baixar livros de Medicina Veterinária](#)  
[Baixar livros de Meio Ambiente](#)  
[Baixar livros de Meteorologia](#)  
[Baixar Monografias e TCC](#)  
[Baixar livros Multidisciplinar](#)  
[Baixar livros de Música](#)  
[Baixar livros de Psicologia](#)  
[Baixar livros de Química](#)  
[Baixar livros de Saúde Coletiva](#)  
[Baixar livros de Serviço Social](#)  
[Baixar livros de Sociologia](#)  
[Baixar livros de Teologia](#)  
[Baixar livros de Trabalho](#)  
[Baixar livros de Turismo](#)