

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE
DEPARTAMENTO DE ADMINISTRAÇÃO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO

Os papéis do Conselho de Administração em empresas listadas no Brasil

Sandra Guerra

Orientador: Prof. Dr. Adalberto Fischmann

SÃO PAULO
2009

Prof.^a Dra. Suely Vilela

Reitora da Universidade de São Paulo

Prof. Dr. Carlos Roberto Azzoni

Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Economia

Prof. Dr. Isak Kruglianskas

Chefe do Departamento de Administração

Prof. Dr. Lindolfo Galvão de Albuquerque

Coordenador do Programa de Pós-Graduação em Administração

SANDRA GUERRA

Os papéis do Conselho de Administração em empresas listadas no Brasil

Dissertação apresentada ao Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo como requisito para a obtenção do título de Mestre em Administração.

Orientador: Prof. Dr. Adalberto Fischmann

SÃO PAULO

2009

FICHA CATALOGRÁFICA

Elaborada pela Seção de Processamento Técnico do SBD/FEA/USP

Guerra, Sandra

Os papéis do Conselho de Administração em empresas
listadas no Brasil / Sandra Guerra. -- São Paulo,
2009.

214 p.

Dissertação (Mestrado) – Universidade de São Paulo, 2009
Bibliografia.

1. Conselho de administração 2. Governança corporativa 3.
Propriedade I. Universidade de São Paulo. Faculdade de Economia,
Administração e Contabilidade. II. Título.

CDD – 658.422

AGRADECIMENTOS

O projeto de voltar aos estudos e dar consistência aos conhecimentos que suportam minha visão de mundo foi acalentado durante muitos anos. A dedicação integral ao trabalho quando ainda executiva, entretanto, impediu-me de me lançar à atividade mais cedo. Agradeço a Deus ter-me concedido a força e determinação para realizar esta pesquisa acadêmica enquanto prossegui regularmente com minha atividade profissional, já que, ainda desta vez, um ano sabático não foi possível. Agradeço a Ele, acima de tudo, a companhia neste solitário trabalho que é a investigação científica.

A vida brindou-me com o privilégio de ter um orientador particularmente especial. O Prof. Dr. Adalberto Fischmann é desses acadêmicos nascidos para o mister de ensinar. Dificilmente alguém teria tal habilidade em me conduzir para as reflexões necessárias de forma tão generosa e gentil. A ele o meu profundo agradecimento pela dedicação excepcional e o comprometimento com meu trabalho.

Aos componentes de minha banca, que desconheço no momento em que escrevo, agradeço antecipadamente a disponibilidade em contribuir com minha busca de conhecimento e com esta pesquisa.

A governança corporativa é afortunada por ter, entre seus pesquisadores, o Prof. Dr. Alexandre Di Miceli da Silveira. Sua produção científica tem ajudado a ciência e o mercado a entenderem melhor o tema. Eu tive o privilégio de contar com sua ajuda ao longo deste projeto. Agradeço sua participação na banca de qualificação, quando ofereceu importantes recomendações para a sequência da pesquisa.

Ao Prof. Dr. Claudio Pinheiro Machado Filho agradeço a participação na banca de qualificação, os ensinamentos fundamentais durante o mestrado e o encorajamento contínuo. Em seu nome, agradeço a todos os professores da FEA a cujas excelentes disciplinas assisti e com quem tive enorme oportunidade de aprender.

Aos professores Dr. Sergio Mikio Koyama e Mitti Koyama meu agradecimento pela paciência e ensinamentos em estatística. Sem sua ajuda, eu não teria tido a ousadia de utilizar as ferramentas estatísticas aqui empregadas. Suas incansáveis revisões e recomendações de aperfeiçoamento foram fundamentais.

Agradeço profundamente a Sarah Chinarelli Teixeira, talentosa mestranda da FEA/USP, que me ajudou na coleta e tratamento de dados, na preparação das tabelas e gráficos e nas repetidas revisões do texto.

Agradeço ainda aos colegas de mestrado e doutorado da FEA/USP, cujas ideias e discussões foram tão valiosas para meu projeto de pesquisa.

Como só agora volto à escola, muito do que aprendi em governança devo aos profissionais com quem venho convivendo nos últimos 14 anos desde que me envolvi com o tema, além daqueles com que pratiquei governança na administração de empresas e organizações como executiva ou como conselheira de administração. Para agradecer a todos, no Brasil e no exterior, escolho aquele que me convidou para a primeira reunião do que depois resultaria na criação do IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa - e que muito me incentivou em relação ao tema. Bengt Hallqvist foi sempre para mim um modelo de princípios éticos e humanos e de dedicação irrestrita às causas que abraça.

Ao IBGC meu mais profundo agradecimento por fornecer tantas oportunidades de aprendizado. Como o mais relevante fórum para discussão de governança do país, o Instituto nos permite a todos avançar nesse campo de conhecimento. É uma honra ter sido uma de suas cofundadoras. Sou adicionalmente grata à contribuição do Instituto

nesta pesquisa. Agradeço às demais organizações por sua generosa contribuição com dados, informações e meios para que eu pudesse ter acesso aos respondentes da pesquisa: BM&FBOVESPA, AMEC – Associação de Investidores de Mercado de Capitais, ABRAPP – Associação Brasileira de Entidades Fechadas de Previdência Privada, ANDIB – Associação Nacional dos Bancos de Investimento, PREVI – Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil e FUNCEF – Fundação dos Economiários Federais.

Nada disso seria possível, se não fosse a contribuição das 65 empresas e dos 122 respondentes desta pesquisa. A todos agradeço muito a dedicação de tempo, num momento difícil, com a eclosão da crise financeira internacional.

Aos meus muitos amigos, agradeço o incentivo e o carinho irrestrito. A vida tem-me presenteado com pessoas maravilhosas que a tornam mais rica, amorosa e divertida. Escolho uma para agradecer a todos. Amiga desde os três anos de idade, Ione Capucci é daquelas pessoas essenciais a quem agradeço o carinho e o cuidado comigo.

Deixo para o final um ativo muito precioso que tenho. Minha família deu-me e continua dando-me o que mais importa na vida. Dela emanaram os valores e princípios que me orientam e que são os fundamentos da minha escolha profissional por governança corporativa. Seu amor e carinho forneceram o ambiente perfeito para que eu pudesse lançar-me à vida. De minha mãe ficaram uma enorme saudade e o exemplo.

Ao meu pai José e aos meus queridos Carlos Atílio, Elza, Fernanda, Fabio, Lucas e Sofia agradeço o amor, afeto e compreensão por minha ausência.

RESUMO

Nesta pesquisa descrevem-se e exploram-se pela primeira vez os papéis de controle, direcionamento (estratégia e política) e prestação de serviços dos Conselhos de Administração (CAs) e sua relevância no sistema de governança corporativa nas empresas listadas na BOVESPA. Estuda-se, ainda, também pela primeira vez, de um lado a relação entre os papéis do CAs e a estrutura e tipo de propriedade, tamanho e idade da empresa, determinantes da qualidade de governança no nível do CA e de outro a relação entre os papéis e a participação de investidores institucionais. No estudo quantitativo, de caráter descritivo e correlacional, considerou-se uma amostra não probabilística, por conveniência composta por 65 empresas listadas e 122 administradores. O Modelo de Equações Estruturais foi usado inicialmente, mas suspeitas sobre sua adequação levaram a um segundo modelo - o Modelo de Equações Simultâneas. Devido à ausência de dados, o modelo estatístico acabou por utilizar um total de 88 observações. Os CAs em grande parte são dominados pelos acionistas controladores. A participação de conselheiros independentes ainda está abaixo da recomendação das melhores práticas e a presença de acionistas minoritários nos CAs é pequena. O acúmulo dos cargos de presidente do conselho e presidente executivo não é um problema maior, porém mais importante é o acúmulo de poder verificado já que a presidência do CA é, em grande parte, ocupada por familiar do acionista controlador ou por ele próprio. A frequência relevante de presidentes executivos que também são familiares do controlador é outro elemento de concentração de poder. O papel de controle predomina nos CAs estudados, mas o papel de direcionamento também é relevante. O papel de serviço é o menos importante. O papel de controle pode ser enfraquecido nas empresas onde o presidente executivo e o presidente do conselho são familiares dos acionistas controladores. CAs com maiores níveis decisórios estão associados a um número maior de melhores práticas de governança. Os resultados não confirmaram as hipóteses de relação entre os elementos estudados e o papel das empresas listadas brasileiras. A pesquisa traz contribuições práticas aos agentes de mercado, indicando prioridades para a melhoria das práticas do CA e introduzindo não só o conceito de estilo do CA, mas também seu nível decisório. Para a pesquisa acadêmica, contribui-se com a construção de dois indicadores – de concentração de poder e de endogenia/exogenia dos CAs – que poderão ser utilizados não só em futuras pesquisas, como também pelas empresas. Os papéis do conselho de administração devem ser mais explorados e, já que o entendimento do órgão central do sistema de governança está apenas se iniciando, conclui-se esta dissertação com proposições de caminhos de pesquisa.

Palavras-chave: papéis dos conselhos de administração, governança corporativa, estrutura de propriedade, concentração de poder, endogenia/exogenia.

ABSTRACT

This study is the first to describe and to explore the control, guidance (strategy- and policy-directing), and service roles of boards of directors (BoD) and their relevance to the corporate governance system of companies listed on the São Paulo Stock Exchange (BOVESPA). It also studies on one side the relationship between the roles of the boards and structure and type of ownership, company size and age, board-level determinants of governance quality and on the other, the role of boards and institutional investor participation, and was also the first study to analyze this. This quantitative, descriptive, and correlational study used a nonprobabilistic convenience sample of 65 listed companies and 122 executives and board directors. Structural equation modeling was initially employed, but suspicion on its adequacy led to an alternative one, the simultaneous equation model. Because there was an absence of data, a total of 88 observations were used in the statistical model. Boards are mostly dominated by controlling shareholders; participation of independent directors is still below the best practice recommendations levels, and minority shareholder participation is low. The functions of CEO and chairman played by the same person is not a major concern; the power concentration is more important, as boards are often chaired by relatives of controlling shareholders or by controlling shareholders themselves. Another element that concentrates power is the relevant frequency with which controlling shareholders' relatives hold CEO positions. In the selected boards, the control role is dominant, with guidance also playing a relevant part; the service role was the least important. The control role may be weakened in companies where CEO and chairmen are from controlling shareholders family. Boards with higher decision-making levels are associated with a higher number of best governance practices. Results did not confirm the hypotheses of a relation between the studied elements and the role of listed Brazilian companies. This dissertation provides practical contributions for market agents, suggesting priorities for the improvement of board practices and introducing the concept of board style and decision-making level. The study also contributes to the academic literature by constructing two indicators – concentration of power and board endogeneity/exogeneity – which may be used in future researches and in the corporate environment. The roles of the BoD must be explored further, as we have only just begun to understand this central body of the corporate governance system. This dissertation concludes by proposing several possible research directions.

Keywords: roles of the board of directors, corporate governance, ownership structure; concentration of power and board endogeneity/exogeneity

RESUMEN

Este estudio es el primero en describir y estudiar los roles de control, dirección (estrategia y política), y de servicio de los consejos de administración (CAs) y su importancia para el sistema de gobierno corporativo de las empresas cotizadas en la Bolsa de São Paulo (Bovespa). También estudia: por un lado la relación entre los roles del directorio y la estructura y el tipo de propiedad; el tamaño de la empresa y su edad; los factores determinantes de la calidad en el gobierno corporativo a nivel del CA de administración, y por el otro la relación entre los roles y participación de inversores institucionales. Fue también el primer estudio para analizar estas relaciones. Este estudio cuantitativo, descriptivo y correlacional utilizó una muestra de conveniencia no probabilística compuesta de 65 empresas que cotizan en Bolsa y 122 consejeros o ejecutivos. El modelo de ecuaciones estructurales fue empleado inicialmente, pero sospecha sobre su adecuación condujo a un modelo alternativo, el modelo de ecuaciones simultáneas. Debido a la ausencia de datos, un total de 88 observaciones fueron utilizadas en el modelo estadístico. Los CAs son en su mayoría dominados por los accionistas. La participación de consejeros independientes se mantiene por debajo de los niveles recomendados por las mejores prácticas, y la participación de los accionistas minoritarios es baja. La simultaneidad de cargos - de presidente del CA y presidente ejecutivo - no es un motivo de gran preocupación atención, sin embargo la concentración de poder es de más importancia, ya que el presidente del CA a menudo tiene relaciones de parentesco con los accionistas controladores o el propio controlador. La frecuencia con la que los presidentes ejecutivos que también son parientes del accionista controlador es otro elemento de la concentración de poder. En los CAs estudiados, el rol de control es predominante, así como el rol de dirección, mientras que el rol de servicio es de menos importancia. Este rol de control puede debilitarse en sociedades donde el presidente ejecutivo y el presidente del consejo son familiares de accionistas controladores. CAs con mayores niveles de decisión están asociados con un mayor número de mejores prácticas de gobierno corporativo. Los resultados no confirman la hipótesis de una relación entre los elementos estudiados y el rol de las empresas brasileñas cotizadas. Esta tesis ofrece aportaciones prácticas para los agentes del mercado, sugiriendo prioridades para el mejoramiento de las prácticas del CA, así como introduciendo no solo el concepto de estilo de consejo pero también su nivel de decisión. El estudio también contribuye a la literatura académica mediante la construcción de dos indicadores – concentración de poder y endogenia/exogenia del CA– que pueden ser utilizados en futuras investigaciones así como por las empresas. Los roles del CA deben ser explorados más a fondo, ya que apenas hemos comenzado a comprender este elemento central del sistema de gobierno corporativo. Esta tesis se concluye proponiendo varias posibles direcciones para investigación futura.

Palabras-clave: roles del consejo de administración, gobierno corporativo, estructura de propiedad, concentración de poder, endogenia/exogenia.

SUMÁRIO

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS	3
LISTA DE TABELAS	5
1 PROBLEMA DE PESQUISA.....	7
1.1 INTRODUÇÃO.....	7
1.2 DEFINIÇÃO DA SITUAÇÃO-PROBLEMA	8
1.3 OBJETIVOS DA PESQUISA	10
1.4 QUESTÕES E HIPÓTESES DE PESQUISA	10
1.5 JUSTIFICATIVA DA PESQUISA	11
1.6 DELIMITAÇÕES	12
1.7 CONTRIBUIÇÕES	13
1.8 PRESSUPOSTOS CONCEITUAIS	14
2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	15
2.1 GOVERNANÇA CORPORATIVA	15
2.2 PERSPECTIVA HISTÓRICA E A RELAÇÃO COM USO DOS MODELOS TEÓRICOS.....	16
2.3 A PROEMINÊNCIA DA TEORIA DA AGÊNCIA	20
2.4 CRÍTICAS À TEORIA DA AGÊNCIA E TEORIAS ECONÔMICAS DA ORGANIZAÇÃO E PRINCIPAIS TEORIAS RESULTANTES.....	21
2.5 UMA RETROSPECTIVA DA PESQUISA SOBRE CONSELHOS	29
2.6 A PREVALÊNCIA DA LENTE DA DISPERSÃO DA PROPRIEDADE.....	30
2.7 DIRETRIZ TEÓRICA DE PESQUISA	34
3 METODOLOGIA DE PESQUISA	41
3.1 MÉTODO DE PESQUISA.....	41
3.2 DEFINIÇÕES TEÓRICAS E OPERACIONAIS DAS VARIÁVEIS E CONCEITOS-CHAVE	42
3.3 VARIÁVEL DEPENDENTE: PAPÉIS DO CA DE CONTROLE, DIRECIONAMENTO E SERVIÇOS	46
3.4 VARIÁVEIS INDEPENDENTES.....	47
3.5 MODELO DE PESQUISA	61
3.6 DEFINIÇÃO DO UNIVERSO DE PESQUISA	62
3.7 DEFINIÇÃO DA AMOSTRA.....	62
3.8 ESTRATÉGIA DE COLETA DE DADOS.....	63
3.9 TÉCNICAS DE TRATAMENTO DE DADOS.....	66
3.10 ANÁLISES ESTATÍSTICAS	67
3.11 MODELO DE EQUAÇÕES ESTRUTURAIS.....	67
3.12 ANÁLISE FATORIAL.....	71
3.13 MODELO DE EQUAÇÕES SIMULTÂNEAS.....	72
3.14 LIMITAÇÕES	73
4 ANÁLISE DOS RESULTADOS	77
4.1 DESCRIÇÃO DAS AMOSTRAS DE EMPRESAS E ADMINISTRADORES RESPONDENTES ...	77
4.2 ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS – EMPRESAS	78
4.3 ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS – ADMINISTRADORES	93
4.4 RESULTADOS COM BASE EM DISTINTOS MODELOS DE ANÁLISE.....	128
4.5 RESULTADOS DO MODELO DE EQUAÇÕES ESTRUTURAIS	129
4.6 RESULTADOS DA ANÁLISE FATORIAL.....	137

4.7	RESULTADOS DO MODELO DE EQUAÇÕES SIMULTÂNEAS	142
4.8	RESULTADOS DAS QUESTÕES E HIPÓTESES DE PESQUISA	152
4.9	RESUMO DOS RESULTADOS.....	155
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS	163
	REFERÊNCIAS	174
	APÊNDICE 1 – QUESTIONÁRIO DA <i>SURVEY</i> PARA A EMPRESA	184
	APÊNDICE 2 – QUESTIONÁRIO DA <i>SURVEY</i> INDIVIDUAL PARA CONSELHEIROS E EXECUTIVOS.....	189
	APÊNDICE 3 – 14 SETORES DE ATIVIDADES PRESENTES NA AMOSTRA DE ACORDO COM CLASSIFICAÇÃO DA ECONOMÁTICA	197
	APÊNDICE 4 – CLASSIFICAÇÃO DOS COMITÊS DE ACORDO COM OS PAPÉIS DE CONTROLE E DIRECIONAMENTO.	198
	APÊNDICE 5 – TABELAS COMPLEMENTARES	200

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ADR – *American Depositary Receipts*

AMEC – Associação dos Investidores no Mercado de Capitais

BOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo

CA – Conselho de Administração

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

CEG – Centro de Estudos em Governança Corporativa

CEO – *Chief Executive Office*

GCGF – *Global Corporate Governance Forum*

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa

ICGN – *International Corporate Governance Network*

IFC – *International Finance Corporation*

IPO – *Initial Public Offering* (Oferta Pública Inicial)

NM – Novo Mercado

OCDE – Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico

PCA – Presidente do Conselho de Administração

PE – Presidente Executivo ou Principal Executivo

SEC - *Securities and Exchange Commission*

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Distribuição da Amostra Empresas pela Estrutura de Propriedade	79
Tabela 2 – Tabela-resumo do número de conselheiros que integram o CA	80
Tabela 3 - Distribuição de CA por quantidade de membros	80
Tabela 4 – Média de tamanho do CA por Bovespa, NM e ADR 2 e 3	81
Tabela 5 – Frequência e distribuição de acordo com seu relacionamento e origem.....	81
Tabela 6 – Frequência e distribuição de acordo com tipos agrupados.....	82
Tabela 7 - Medidas-resumo das participações dos conselheiros não considerando os valores nulos (Participação média de cada tipo de conselheiro nos CAs).....	83
Tabela 8 - Distribuição da frequência da ocupação dos cargos de Presidente do CA e de CEO por familiares dos controladores e da concentração dos dois cargos em uma mesma pessoa .	84
Tabela 9 - Frequência de ocupação de ambos os cargos por familiares dos controladores	85
Tabela 10 - Distribuição do nível de concentração do poder.....	86
Tabela 11 - Distribuição dos tipos de reuniões por empresa.....	87
Tabela 12 – Distribuição dos comitês, segundo categorias – resposta múltipla	89
Tabela 13 - Medidas-resumo do número de comitês por categoria agregada*	92
Tabela 14 - Distribuição da Amostra de Administradores pelos Cargos Ocupados	93
Tabela 15 - Distribuição da Amostra de Administradores pelas Quantidade de Pessoas que Ocupam as Posições.....	94
Tabela 16 - Características da Amostra de Administradores de acordo	95
Tabela 17 - Endogenia/Exogenia dos respondentes de acordo com atuação e relacionamentos (agrupamento das categorias).....	96
Tabela 18 - Distribuição da opinião sobre as atividades que o CA realiza.....	97
Tabela 19 -Distribuição da opinião sobre as atividades que o CA realiza.....	101
Tabela 20 - Distribuição da opinião sobre as atividades que o CA ou seus membros realizam por relação do presidente do CA com o acionista controlador ou de outro do bloco de controle	104
Tabela 21 - Distribuição da opinião sobre as atividades que o CA ou seus membros realizam por presença de Regimento Interno.....	108
Tabela 22 - Distribuição da opinião sobre as atividades que o CA ou seus membros realizam, por substituição do presidente executivo pelo CA	111
Tabela 23 - Distribuição da opinião sobre a atuação do CA no desenvolvimento de estratégia da empresa - Resposta Múltipla	115
Tabela 24 - Distribuição das atividades que o CA da empresa FAZ e não deveria fazer	117
Tabela 25 - Distribuição das atividades que o CA da empresa NÃO FAZ e deveria fazer ...	120
Tabela 26 - Distribuição da opinião sobre a descrição do CA como órgão dentro da empresa	122
Tabela 27 - Distribuição da descrição do CA como órgão dentro da empresa por relação do presidente executivo com o acionista controlador ou de outro do bloco de controle	123
Tabela 28 - Distribuição da atuação do CA - Ativo x Passivo.....	124
Tabela 29 - Distribuição da atuação do CA - Independente x Dependente	124
Tabela 30 - Distribuição da atuação do CA - Deliberativo x Consultivo	125
Tabela 31 - Distribuição da atuação do CA - Relevante nesta empresa x Irrelevante nesta empresa.....	126
Tabela 32 - Distribuição da atuação do CA - Delibera efetivamente x Cumpre principalmente requisito ou formalidade legal.....	126
Tabela 33 - Distribuição da opinião da atuação do CA como órgão por relação do presidente do CA com o acionista controlador ou de outro do bloco de controle.....	127
Tabela 34 - Medidas de qualidade de ajuste do modelo	130

Tabela 35 - Estimativas dos coeficientes da regressão (EP)*	131
Tabela 36 - Estimativas dos coeficientes padronizados da regressão (EP).....	132
Tabela 37 - Comunalidades dos itens do papel de controle	137
Tabela 38 – Autovalores e porcentagem da variância explicada pelos fatores dos itens do papel de controle do Modelo 4.....	138
Tabela 39 - Cargas fatoriais dos itens do papel de controle do Modelo 4	138
Tabela 40 - Coeficientes dos escores fatoriais dos itens do papel de controle do Modelo 4.	138
Tabela 41 - Cargas fatoriais dos itens do papel de controle do modelo final	139
Tabela 42 - Coeficientes dos escores fatoriais dos itens do papel de controle do modelo final	139
Tabela 43 – Comunalidades dos itens do papel de direcionamento.....	140
Tabela 44 – Autovalores e porcentagem da variância explicada pelos fatores dos itens do papel de direcionamento do modelo final	140
Tabela 45 – Cargas fatoriais dos itens do papel de direcionamento do modelo final.....	140
Tabela 46 – Coeficientes dos escores fatoriais dos itens do papel de direcionamento do modelo final.....	141
Tabela 47 – Comunalidades dos itens do papel de serviço	141
Tabela 48 – Autovalores e porcentagem da variância explicada pelos fatores dos itens do papel de serviço do modelo final.....	142
Tabela 49 – Cargas fatoriais dos itens do papel de direcionamento do modelo final.....	142
Tabela 50 – Coeficientes dos escores fatoriais dos itens do papel de serviço do modelo final	142
Tabela 51 – Modelos Individuais de Regressão para os fatores de controle, direcionamento e serviços.....	144
Tabela 52 - Modelos de equações Simultâneas para os fatores de controle, direcionamento e serviços.....	146
Tabela 53 – Modelos Individuais de Regressão para os fatores de controle, direcionamento e serviços.....	147
Tabela 54 – Modelos de equações Simultâneas Final para os fatores de controle, direcionamento e serviços	150
Tabela 55 - Níveis de concordância sobre as atividades que o CA realiza associadas ao papel exercido	153

1 PROBLEMA DE PESQUISA

1.1 Introdução

A internacionalização dos mercados reais e financeiros flexibilizou as fronteiras do mundo dos negócios, ampliando a complexidade do ambiente e também universalizando riscos e turbulências, como ficou demonstrado nas crises da Ásia, da Rússia e do Brasil nos anos de 1990. Esses fatos contribuíram para o acirramento da competitividade por recursos e elementos de diferenciação de países e empresas.

Uma combinação de fatores como a maior necessidade de produção para atendimento da expansão demográfica mundial, avanços tecnológicos e de gestão e a necessidade crescente de financiar o crescimento acabaram por favorecer o desenvolvimento do mercado de capitais. Na esteira do nascimento das chamadas corporações, no começo do século XX, com a diluição do capital de controle e a separação entre propriedade e gestão nos grandes centros empresariais do hemisfério norte, veio o movimento de fusões e aquisições. A onda de aquisições hostis (*takeovers*)¹ nos Estados Unidos, nos anos de 1980, e Europa, na década de 1990, simultaneamente ao fortalecimento dos investidores institucionais acabaram por aumentar a discussão sobre as práticas de governança corporativa que poderiam ser nocivas aos distintos agentes envolvidos. Governança corporativa é o sistema pelo qual empresas são dirigidas e controladas e que especifica a distribuição de direitos e responsabilidades entre os diferentes participantes na empresa, tais como o conselho, os gestores, acionistas e outras partes interessadas², que define as regras e procedimentos para se tomarem decisões nos assuntos de empresa (OCDE, 1999).

No Brasil, o assunto começou a ganhar evidência em 1995, com a criação do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), que passou a discutir governança corporativa, propondo as chamadas melhores práticas de boa governança. A falta de interesse no assunto foi a tônica dessa fase. Grande parte dos agentes de mercado pareciam não perceber a

¹Ato de tomar o controle de uma companhia independentemente de a gestão e conselho dessa companhia estarem ou não de acordo. Uma tomada de controle hostil ocorre com a compra de ações negociadas em bolsa pelo adquirente diretamente de outras fontes à revelia do conselho de administração.

² Indivíduos ou entidades que assumam algum tipo de risco, direto ou indireto, na sociedade. São eles além dos acionistas, os empregados, clientes, fornecedores, credores, governos, entre outros (IBGC, 2004).

importância do tema, mesmo no processo de discussão da reforma da Lei das Sociedades por Ações no final do milênio. Mas a atenção recebida por governança corporativa cresceu exponencialmente depois dos escândalos corporativos ocorridos nos Estados Unidos justamente no período em que eram concluídas as alterações no texto da lei brasileira. Os escândalos tiveram um papel didático e reforçaram a necessidade de se criarem mecanismos que levassem à boa governança das empresas, assegurando a estabilidade dos mercados e da economia. As práticas inadequadas de governança corporativa passaram a ser identificadas com o alto custo de capital e a correspondente baixa avaliação se traduzia em custos econômicos para países com pior governança corporativa. A má governança, por sua vez, mostrava interferir no funcionamento do mercado de capitais de um país, por exemplo, por meio do aumento da volatilidade financeira. (SHLEIFER; VISHNY, 1997; LA PORTA *et al.*, 1999)

Distintos estudos demonstravam que investidores apreciam boas práticas de governança corporativa ao considerarem seus investimentos, levando em conta as condições favoráveis institucionais em países e as práticas adotadas em empresas (LA PORTA *et al.* 1999; CLAESSENS, 2003; LEUZ; LINS; WARCOCK, 2006).

Entre as práticas de governança corporativa, as relativas ao conselho de administração (CA) passaram a ganhar especial atenção. O principal fórum de decisão das empresas, agindo por delegação de seus acionistas, começou a ser dissecado e discutido tanto no mundo das empresas quanto na academia. As práticas e processos do CA estão entre os primeiros elementos a serem analisados para a determinação do nível de governança de uma empresa e há muita concordância sobre a essencialidade de seu papel. Mas as concordâncias não vão muito além disso, já que há distintas visões sobre os papéis desempenhados pelo CA nas empresas e os fatores que interferem nesse papel.

1.2 Definição da situação-problema

A investigação empírica sobre a influência de distintas características dos CA sobre o desempenho corporativo, embora mais intensa a partir dos meados da década de 1990, não levou a resultados conclusivos, como será abordado na revisão de literatura no Capítulo 2.

Paralelamente, os modelos teóricos mais utilizados carecem de desenvolvimento para captar a complexidade contida na atuação dos CAs.

Adicionalmente, a grande maioria dos estudos empíricos foi realizada em países onde o mercado de capitais é mais maduro e com o uso de teorias mais apropriadas a essa realidade. Dessa forma, o conhecimento produzido não se aplica integralmente à realidade brasileira e pode deixar de captar elementos importantes para seu entendimento.

A concentração acionária no Brasil cria um ambiente distinto daquele predominante nos CAs de países onde prevalece a dispersão acionária. “Como os problemas fundamentais de governança de empresas controladas e aquelas de propriedade dispersa diferem significativamente, o efeito de vários arranjos de governança criticamente depende de a companhia ter um acionista controlador.” (BEBCHUCK; HAMDANI, 2009 p.3)

No caso brasileiro, o excessivo poder concentrado no presidente executivo que, ao mesmo tempo, é o presidente do conselho não é o predominante nos CAs de empresas listadas brasileiras. Aqui, a concentração de poder, decorrente da concentração acionária, dá-se no real controle da administração e na limitação dos direitos dos acionistas minoritários. O mercado brasileiro começa a testemunhar um movimento de dispersão acionária, fato observado particularmente nos novos entrantes na Bolsa de Valores, com emissões de ações no segmento de listagem com práticas superiores de governança, o Novo Mercado (GORGA, 2008), mas essa transformação ainda é inicial. Qual o papel do CA em empresas brasileiras listadas³ na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa)? Existem relações entre estrutura⁴ e tipo de propriedade, tamanho e idade da empresa, práticas adotadas no CA e o seu papel? Até o momento, inexistem trabalhos no país com respostas a essas perguntas de forma conjunta, particularmente quando se considera a realidade brasileira na qual há a prevalência da concentração de propriedade e existência de blocos de controle⁵.

³ Empresas listadas são aquelas que negociam suas ações em Bolsas de Valores.

⁴ Estrutura de propriedade trata do conjunto de sócios ou acionistas – quando são empresa com ações negociadas em Bolsa de Valores – que compõem a propriedade de uma empresa.

⁵ Bloco de controle refere-se a arranjos privados entre grupos de acionistas que, juntos e por acordo particular, estabelecem regras que asseguram o controle da empresa, agindo como bloco.

Em síntese, a situação-problema de pesquisa a ser estudada neste projeto são os papéis que os CAs desempenham nas empresas listadas brasileiras e os possíveis fatores que influenciem esses papéis.

1.3 Objetivos da pesquisa

O objetivo geral deste projeto de pesquisa é o de contribuir para cobrir algumas lacunas de conhecimento existentes sobre conselhos de administração, mencionadas nas seções anteriores, particularmente se levando em consideração as especificidades das empresas brasileiras. Considerando-se a importância do CA, nesta pesquisa visa-se a um melhor entendimento de seus papéis em empresas listadas brasileiras. Especificamente, busca-se:

1. descrever e explorar os papéis dos CAs e sua relevância no sistema de governança corporativa nas empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA);
2. estudar a relação entre a estrutura e tipo de propriedade, tamanho e idade da empresa, determinantes da qualidade de governança no nível do CA como estabelecido pela literatura⁶ e os papéis dos CAs na empresa.

1.4 Questões e hipóteses de pesquisa

1. Quais os papéis predominantes dos CAs em empresas listadas brasileiras?
2. Quais as relações entre estrutura e tipo de propriedade, tamanho e idade da empresa, determinantes da qualidade de governança no nível do CA, como descrito na Seção 3.4 e os papéis dos CAs em empresas listadas brasileiras?

H_{0q2} – (hipótese nula – questão 2) Não existe relação entre as variáveis de estrutura e tipo de propriedade, tamanho e idade da empresa, determinantes da qualidade de governança no nível do CA como descrito na Seção 3.4 e os papéis dos CAs em empresas listadas brasileiras

⁶ Os determinantes da qualidade de governança corporativa no nível do CA - composição e funcionamento - estão no Quadro 6 na seção 3.4

H_{1q2}– (hipótese alternativa – questão 2) Existe relação significativa entre as variáveis de estrutura e tipo de propriedade, tamanho e idade da empresa, determinantes da qualidade de governança no nível do CA como descrito na Seção 3.4 e os papéis dos CAs em empresas listadas brasileiras.

3. Qual a relação entre a participação relevante de investidores institucionais na estrutura de propriedade por mais de três anos e os papéis do conselho de administração?

H_{0q2} – (hipótese nula – questão 3) Não existe relação entre a participação relevante de investidores institucionais na estrutura de propriedade e os papéis do conselho de administração.

H_{1q2}– (hipótese alternativa 1 – questão 3) Existe relação significativa entre a participação relevante de investidores institucionais na estrutura de propriedade e os papéis do conselho de administração. Adicionalmente esta relação vai em direção às determinantes da qualidade de governança no nível do CA como descrito na Seção 3.4

H_{1q2}– (hipótese alternativa 2 – questão 3) Existe relação significativa entre a participação relevante de investidores institucionais na estrutura de propriedade e os papéis do conselho de administração. Adicionalmente esta relação é maior quanto maior a quantidade de anos consecutivos em que se registra a participação relevante de investidores institucionais na estrutura de propriedade.

1.5 Justificativa da pesquisa

A escolha de conselhos como tema de estudo justifica-se pelo amplo reconhecimento da magnitude de seu papel no sistema de governança corporativa, descrito como “o mais venerável dos instrumentos de governança corporativa” (ZAHRA; PEARCE, 1989, p. 330); “a mais alta autoridade na companhia e ‘fonte de poder’” (DEMB; NEUBAUER, 1992, p. 13) “o fulcro entre os donos e os controladores da corporação” (MONKS; MINOW, 2004, p. 195).

Adicionalmente pode-se considerar que, devido à importância das empresas na atividade econômica das economias modernas, o quanto essas empresas se desviam da maximização de

valor é extremamente importante, como argumentaram Adams, Hermalin e Weisbach (2008). Os investigadores argumentam que governança corporativa e o papel do CAs é um assunto de importância fundamental em economia e que o entendimento do papel dos CAs é vital não só para o entendimento do comportamento empresarial como também para o estabelecimento de políticas para a regulação de atividades empresariais.

A concentração de propriedade ainda verificada no país, apesar do recente movimento de dispersão acionária no Brasil, resulta em aplicação apenas parcial das descobertas de pesquisas realizadas em mercado de capitais desenvolvidos, onde a dispersão da propriedade das empresas listadas em bolsa é muito maior. As principais teorias no estudo da governança e os modelos de observação de conselhos foram desenvolvidos nesses mercados mais amadurecidos, portanto podem não captar integralmente as especificidades de ambientes com a prevalência de controle acionário. Uma evidência disso está em que o fator considerado mais importante pelos modelos consiste em se determinar a efetividade do conselho e a independência em relação ao presidente executivo, como defendido por Hermalin e Weisbach (2003). Em nosso caso, há outro elemento da independência que deve ser observado: a relação dos gestores e conselheiros com o acionista controlador.

É preciso que estudos empíricos consecutivos sobre o CA possam fornecer elementos para a construção de teoria de governança corporativa que considere as especificidades do mercado brasileiro e de outros países latino-americanos com situação similar.

Como uma etapa preliminar no estudo de conselhos no Brasil, é necessário antes descrever e estudar os papéis destes, observando distintas variáveis e o peso de sua interferência. Este estudo exploratório e descritivo poderá contribuir para que a investigação possa prosseguir para dimensões ainda mais complexas.

1.6 Delimitações

Este estudo vai considerar apenas dois dos mecanismos internos de governança corporativa: o conselho de administração e a estrutura de propriedade. Não serão analisados outros mecanismos internos como: (i) incentivos gerenciais (remuneração, entre eles); (ii) estatutos,

incluindo provisões antitomadas hostis de controle; e (iii) sistemas de controles internos. Também não serão considerados nenhum dos mecanismos externos de governança: (i) leis e regulações; (ii) mercado de capitais; (iii) mercado de aquisição de controle; (iv) mercado de trabalho; (v) mercado de informação de mercado e análise; (vi) mercado de serviços legais, financeiros e de contabilidade; (vii) fontes privadas de supervisão externa. Este estudo adota como referência a definição de mecanismos internos e externos de governança desenvolvida por Gillan (2006).

Ao observar-se o conselho de administração, neste estudo focalizam-se somente os papéis do CAs de empresas listadas brasileiras, não sendo observados os processos e o funcionamento do CA ou práticas gerais de governança corporativa. Empresas de capital fechado não serão consideradas.

1.7 Contribuições

Até onde se tem informação, esta pesquisa é a primeira a investigar os papéis dos conselhos de administração em seu conjunto em empresas listadas brasileiras. Este também é o primeiro estudo em que se relacionam esses papéis à estrutura e tipo de propriedade, tamanho, idade da empresa e determinantes da qualidade de governança no nível do CA, assim como a relação dos papéis com a presença de investidores institucionais na estrutura de propriedade.

Outra contribuição desta pesquisa consiste em observar elementos importantes a serem captados sobre os CAs no contexto de concentração acionária, o que permitirá abordagens e indicadores apropriados para observações dos conselhos atuantes em nossos mercados.

A análise formal do papel do conselho nas empresas listadas brasileiras trará contribuição para a academia e para a utilização pelas empresas. Os achados desta pesquisa poderão ser um elemento de contribuição para futura construção de modelos teóricos de governança corporativa mais abrangentes e adequados para o estudo de empresas de nosso mercado e outros assemelhados.

A utilização do Modelo de Equações Estruturais é uma experiência inédita no campo de estudo dos papéis do Conselho de Administração no Brasil e poderá trazer aprendizados para futuros pesquisadores.

1.8 Pressupostos conceituais

Consistentemente com Eisenhardt (1989), Zahra e Pearce (1989), Ruigrok *et al.* (2006), Van den Heuvel, Gils e Voordeckers, (2006), Stiles e Taylor (2001), nesta pesquisa adotar-se-á o pressuposto de que a abordagem multiteórica poderá captar melhor a complexidade da dimensão da governança das empresas.

Nesta pesquisa assume-se que a qualidade de governança na firma está positivamente associada à adesão voluntária a padrões mais estritos de governança, como no caso das empresas listadas nos segmentos especiais de listagem com padrões superiores de governança corporativa Nível 2 e Novo Mercado⁷ na Bovespa e daquelas que emitem *American Depositary Receipts (ADRs)*⁸ como documentado por Silveira *et al.* (2007).

Nesta pesquisa parte-se do pressuposto que os papéis do CA descritos na literatura não são sempre comparáveis entre os estudos e discussões teóricas, embora use muitas vezes o mesmo rótulo para o papel (JONSSON, 2005).

Consistentemente com Hair *et al.* (1998), nesta pesquisa assume-se que os Modelos de Equações Estruturais permitem examinar as relações entre as variáveis e especificar noções *a priori*, com base nos construtos teóricos, sobre a estrutura dos fatores, bem como de suas interrelações. Assume ainda que este modelo é a técnica mais eficiente de aferição para uma série de equações de regressão múltipla estimada simultaneamente.

Nesta pesquisa abordar-se-á o que o CA faz e como ele é composto. Assume-se que pode haver uma endogeneidade conjunta entre os elementos estudados. A composição do CA afeta o que o CA faz e esta pode ser influenciada pelo desejo de afetar o que o CA faz (ADAMS; HERMALIN; WEISBACH, 2008).

⁷ Nível 2 e Novo Mercado são segmentos especiais de listagem da BOVESPA que reúnem empresas que voluntariamente se comprometem a adotar práticas de governança corporativa superiores às previstas em lei.

⁸ Recibo de ações de companhia não sediada nos Estados Unidos, emitido por um banco e custodiado em banco estadunidense. Instrumento de negociação criado para que emitentes de títulos cotados em outros países atendessem às normas e regulamentos estadunidenses de registro de títulos, e facilitar o recebimento de dividendos por parte de investidores dos Estados Unidos. (BOVESPA, 2008).

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Este capítulo cobrirá as principais abordagens teóricas sobre governança corporativa e conselhos de administração. Trará uma retrospectiva histórica do movimento de governança corporativa em busca de se entender sua relação com o predomínio do uso de teorias. Apresentam-se o predomínio da teoria da agência e seus críticos. Conclui-se o capítulo com a apresentação da diretriz teórica de pesquisa.

2.1 Governança corporativa

Uma das mais influentes análises do desenvolvimento de governança corporativa no século XX foi trabalhada por Berle e Means (CLARKE, 2004). De forma pioneira, documentaram em 1932 a separação entre propriedade e controle nos Estados Unidos. Mostraram que a dispersão dos acionistas cria uma liberdade de ação (*discretion*) que pode ser abusada e essa é apresentada como o ponto de partida do pensamento acadêmico que viria a seguir para a governança corporativa (TIROLE, 2006). Berle e Means (1932) argumentaram que essa separação produz uma condição em que o interesse do dono e do gerente podem divergir e muitos dos controles, que antes serviam como limite do uso do poder, desaparecem (DEMSETZ, 1983).

No mesmo ano em que os professores Berle e Means da Columbia University lançaram “The Modern Corporation and Private Property”, Ronald Coase, um economista – então com 21 anos - da London School of Economics, apresentava numa palestra a essência do argumento que detalharia em 1937 em seu seminal artigo “The nature of the firm” (COASE, 1991). No conceito que lhe renderia 60 anos mais tarde o prêmio Nobel, explorava o porquê da existência da firma, definida por ele como o sistema de relacionamentos que passa a existir quando a direção dos recursos é dependente de um empreendedor. Coase desafiou o pensamento neoclássico sobre a eficiência dos mercados coordenados pelo mecanismo de preço, questionando por que existiriam as firmas se o mercado é tão eficiente para coordenar as transações (COASE, 1937).

O grande *insight* de Coase [...] foi proclamar que a razão de as organizações existirem é que, às vezes, o custo de gerenciar as transações econômicas por meio de mercados é maior do que o custo de gerenciar as transações econômicas dentro dos limites de uma organização (BARNEY; HESTERLY, 2004, p. 133).

Essas seriam as duas raízes na economia das organizações, na década de 1930, que gerariam o pensamento predominante nesse campo no restante do século.

2.2 Perspectiva histórica e a relação com uso dos modelos teóricos

Aplica-se aqui a retrospectiva histórica do chamado recente movimento de governança corporativa para melhor se entenderem as motivações que acabaram por estimular as iniciativas de mercado para se promoverem melhorias na governança das empresas a partir de meados dos anos de 1990. O desencadeamento dos fatos históricos também poderá ter tido alguma influência na direção dos estudos feitos sobre governança corporativa e conselhos de administração.

O nascimento do movimento de defesa de novas práticas de governança corporativa tem suas raízes no rastro da onda de *takeovers* hostis na década de 1980 nos Estados Unidos e, em seguida, na década de 1990 na Europa. A reação dos executivos foi imediata com a introdução de mecanismos de defesa contra *takeovers* que acabaram por suscitar como resposta os primeiros movimentos orquestrados por parte dos investidores institucionais. Uma desconfiança mútua desenvolveu-se entre executivos e seus principais acionistas. Há um substancial aumento no poder político e econômico dos investidores institucionais que começaram a exercer seu papel fiduciário de donos (BRANCATO, 1997). Essa afirmação ganha corpo ao se examinarem os ativos financeiros dos investidores institucionais dos países membros da OCDE, que cresceram 94,6% de 1990 a 1996. No mesmo período, a participação desses ativos no Produto Interno Bruto (PIB) desses países passou de 49,3 para 83,8% (OCDE, 2000).

Mas, mais que uma reação apenas às questões relacionadas com as tomadas de controle, os investidores passaram a demandar uma mudança muito mais profunda na estrutura e sistema de governança nas empresas e particularmente nos conselhos de administração. John Pound,

um economista ligado à Harvard University, era citado na Business Week Magazine em 11 de maio de 1992, prenunciando que a temporada marcava o início de um novo processo de governança, referindo-se ao que chamou de “real semente daquilo que será a era pós-*takeover*” (FRENTROP, 2003, p. 371).

No mesmo ano, a história registraria aqueles que viriam a ser marcos do nascimento de uma nova era da governança nas empresas. Nos Estados Unidos, o presidente da General Motors foi demitido e, depois, substituído todo o conselho após cinco anos de duras críticas por parte dos investidores, representados por Ira Millstein, sócio do escritório nova-iorquino de advogados, Weil, Gotshal & Mangels. Também em 1992, outro marco viria a tornar-se um símbolo da governança corporativa, desta vez no Reino Unido. Foi a publicação do *Cadbury Report*, em dezembro, segundo as recomendações do comitê liderado por Sir Adrian Cadbury, instalando no ano anterior pelo *Financial Reporting Council*, pela Bolsa de Valores de Londres e por profissionais de contabilidade. Foi uma resposta aos escândalos financeiros ocorridos nos anos de 1980 que envolveram empresas britânicas listadas e levaram a uma quebra na confiança de investidores na qualidade dos relatórios financeiros.

Os dois fatos, ecoando fortemente no mundo empresarial, reproduziram em todas as partes iniciativas para a melhoria das práticas de governança corporativa. Assim, o movimento de melhorias na governança das empresas nasce como fruto de um ambiente de desconfiança tecido sobre escândalos financeiros e abuso de poder de administradores de empresas.

Os escândalos empresariais, especialmente nos Estados Unidos, na virada do século XXI, só acentuaram a desconfiança e o conflito. As histórias de Enron, WorldCom, Tyco foram o resultado de processos viciosos baseados em assimetria de informações, divergência de interesses e desacerto de propósitos, com doses de ganância e ausência de princípios básicos de conduta ética. Os escândalos acabaram por desempenhar um papel didático sobre a importância das práticas da boa governança, pois as falhas nessas práticas ficaram totalmente expostas. “Há pouca dúvida de que o colapso Enron, a maior falência na história dos Estados Unidos até hoje, foi causada por problemas de governança corporativa” (BECHT; BOLTON; RÖELL, 2005, p. 36).

A implantação do modelo de governança corporativa, legado ao setor privado pela adoção de códigos voluntários de melhores práticas, começou a ser demandada após os escândalos. Mais do que isso, como destacam Cadbury e Millstein (2005), os episódios resultaram no pêndulo

da reforma balançando do setor privado para os reguladores, com a instituição do Ato Sarbannes-Oxley (SOX) em 2002 nos Estados Unidos, que, com o regulador estadunidense *Securities and Exchange Commission* (SEC), converteram algumas melhores práticas voluntárias num conjunto obrigatório de padrões para companhias com ações negociadas na Bolsa de Nova Iorque. Becht, Bolton e Röell (2005) descrevem a lei como uma resposta direta às falhas de governança na Enron e Worldcom. Os autores argumentam que o principal propósito da lei foi o de restabelecer a confiança nos relatórios financeiros das empresas, com a atribuição de pesadas penalidades para os que não aderissem às normas.

Naquele mercado, a situação conduziu à prevalência de um modelo rígido de reforma baseado na adesão compulsória a uma longa lista de controles que acentua a importância de todos os elementos da função de monitorar e fiscalizar, destacando os processos de auditoria e independência do auditor externo. O conselho de administração passou a ser revisitado com foco na presença de conselheiros independentes e comitês que pudessem exercer esse papel de fiscalização da gestão e de defesa dos interesses dos acionistas. Embora os escândalos de maior repercussão tenham acontecido nos Estados Unidos, a importância e influência desse mercado nos demais países não pode ser subestimada, além de sua capacidade de ser uma referência.

Em mais de uma década de pesquisas e desenvolvimento de literatura teórica e empírica sobre os temas afetos à governança corporativa, alguns tópicos têm sido desenvolvidos repetidamente. De acordo com Farinha (2003), os tópicos mais frequentemente estudados são: (1) Determinantes do problema de agência; (2) Evidência sobre conflitos entre gestores e acionistas; (3) Mecanismos de disciplina externos; (4) Mecanismos de disciplina internos (incluindo aí uma vasta produção sobre conselhos de administração); (5) O entrenchamento dos executivos; (6) A relação entre governança corporativa e o valor da firma.

O início do movimento da governança corporativa no começo da década de 1990 poderá ter levado pesquisadores à busca de evidências do valor da boa governança. O estímulo por parte dos ativistas defensores da boa governança era claro: era preciso demonstrar o valor para promover o convencimento dos agentes a liderarem projetos de reforma. A pesquisa realizada pela consultoria McKinsey & Company (2000) com investidores internacionais de 22 países identificou que estes pagariam um prêmio entre 18 e 28% em ações de companhias com práticas superiores de governança. Esse foi um marco relevante na mensuração do valor da

percepção da governança que depois foi esmiuçado numa série de outros estudos que, além da percepção, buscaram avaliar a influência da governança sobre o desempenho das empresas.

A relevância de pesquisas no âmbito da governança corporativa pode ser observada em várias frentes. Claessens (2003) demonstra que, no âmbito da firma, o acesso a financiamento externo, a redução de custo de capital, o melhor desempenho operacional por meio de melhor alocação de recursos e o melhor relacionamento com partes relacionadas⁹ são os benefícios de uma estrutura melhor de governança corporativa. Investidores estadunidenses investem significativamente menos em empresas mal governadas, ou seja, com estruturas de governança que podem conduzir à expropriação do investidor como demonstram (LEUZ; LINS; WARNOCK, 2006). Mas o efeito das boas práticas de governança corporativa vai muito além do desempenho individual das empresas. A estrutura de governança influencia setores de atividade e países. O alto custo de capital e a correspondente baixa avaliação traduzem-se em custos econômicos para países com pior governança corporativa (CLAESSENS, 2003). A má governança, porém, pode afetar o funcionamento do mercado de capitais de um país, por exemplo, por meio do aumento da volatilidade financeira.

⁹ A CVM define partes relacionadas como “aquelas entidades, físicas ou jurídicas, com as quais uma companhia tenha possibilidade de contratar, no sentido lato deste termo, em condições que não sejam as de comutatividade e independência que caracterizam as transações com terceiros alheios à companhia, ao seu controle gerencial ou a qualquer outra área de influência” (BRASIL, 1986). Ressaltando que o conceito estende a relação contratual e abrange o relacionamento econômico:

1. “entre empresas que, por via direta ou indireta, respondam ao mesmo controle societário;
2. entre empresas com administradores comuns ou que possam influenciar e/ou se beneficiar de determinadas decisões nas referidas empresas, tomadas em conjunto ou individualmente;
3. de uma empresa com seus acionistas, cotistas e administradores (quaisquer que sejam as denominações dos cargos), e com membros da família, até o terceiro grau, dos indivíduos antes relacionados;
4. de uma empresa com suas controladas diretas ou indiretas e coligadas ou, com acionistas, cotistas ou administradores de suas controladoras e coligadas e vice-versa; e
5. de uma empresa com fornecedores, clientes ou financiadores com os quais mantenham uma relação de dependência econômica e/ou financeira, ou de outra natureza que permita essas transações”. (BRASIL 1976) .

Por sua vez, a Bovespa define partes relacionadas como as empresas controladas, coligadas, subsidiárias, acionistas ou administradores (BOVESPA, 2008).

2.3 A proeminência da teoria da agência

Jensen e Meckling (1976) desenvolvem, com a integração da teoria da agência, da teoria de direitos de propriedade e teoria de finanças, o que chamaram de teoria da estrutura de propriedade. Este estudo que viria a ser amplamente reconhecido e utilizado é fortemente influenciado pelo artigo de Alchian e Demsetz de 1972 e, em menor extensão, pela teoria dos custos de transação (BARNEY; HESTERLY, 2004). Jensen e Meckling (1976) introduziram nesta equação o conceito de comportamento gerencial para definir as relações de agência: os gestores atuam como agentes dos acionistas (principal) sendo pagos para agir no melhor interesse dos donos da empresa. Entretanto esses gestores tomam decisões nem sempre movidos por esse propósito, mas visando seu interesse pessoal. O resultado é a expropriação de riqueza dos acionistas e os conflitos decorrentes.

Antes do artigo de Jensen e Meckling, o papel dos gestores já havia sido discutido por Demsetz (1967) qualificando a gerência como “donos de fato” já que a participação de todos os donos em cada decisão necessária seria impedida pelo alto custo de negociação. Esse autor vê os acionistas como aqueles que emprestam o capital e não atuam como donos:

O que os acionistas realmente possuem são suas ações, não a empresa. Propriedade no sentido de controle, de novo, se torna um assunto largamente individual. Os acionistas possuem suas ações, e o presidente da companhia e possivelmente poucos outros executivos controlam a empresa (DEMSETZ, 1967, p. 359).

“Entre as novas teorias econômicas da firma, a teoria da agência se tornou a força dominante no entendimento teórico de governança corporativa nas duas últimas décadas do século vinte.” (CLARKE, 2004, p. 4). Eisenhardt (1989) explica a teoria da agência como tendo sido desenvolvida na literatura de economia da informação para modelar o relacionamento entre uma parte, o principal, que delega trabalho para outro, o agente. Os fatos históricos apresentados na seção anterior poderiam ter contribuído para a posição de protagonista que a teoria de agência ganhou como modelo para análise dos problemas de governança. Ela passa a ser modelo predominante de tal forma que é até usada para definir governança.

Em nível geral, governança corporativa pode ser descrita como um problema envolvendo um agente – o presidente executivo (CEO) da empresa – e múltiplos principais – os acionistas, credores, fornecedores, clientes, empregados e outras partes que o CEO envolve no negócio em nome da empresa. [...] Usando linguagem mais moderna, o problema de governança corporativa pode ser também descrito como um “problema de agência comum” [...] (BECHT; BOLTON; RÖELL, 2005, p. 8).

Os três autores argumentam que, no nível mais básico, o problema de governança corporativa surge sempre que um investidor externo deseja exercer o controle de forma diferente do gestor da firma. A propriedade dispersa amplia o problema, permite a ocorrência de conflitos de interesse entre os vários *claimholders* (os que possuem direitos na empresa) e cria um problema de ação coletiva entre investidores. O crescimento da propriedade em mãos do investidor institucional em 50 anos e a ocorrência dos escândalos corporativos nos Estados Unidos na virada deste século demonstraram, na prática, os efeitos danosos do conflito de agência como abordado por Gordon (2006, p. 59). O autor apresenta um gráfico com dados do *Federal Reserve System* (Sistema do Banco Central dos Estados Unidos) mostrando o que chamou de ‘impressionante crescimento da propriedade institucional de ações’ nesse período, evidenciado no gráfico tanto em termos absolutos como em percentual das ações publicamente negociadas. Nos dois casos, o crescimento chegou ao redor dos 70% em 2005. Em particular, o caso Enron poderia ser considerado um elemento da história que gerou condições muito propícias para se evidenciar a teoria. “Enron é uma prova histórica retumbante da validade da teoria da agência – uma ilustração clássica de como os gerentes autointeressados podem roubar os bens da empresa.” (CLARKE, 2004, p. 19).

2.4 Críticas à teoria da agência e teorias econômicas da organização e principais teorias resultantes

Ao lado do protagonismo obtido, a teoria da agência recebeu críticas. Demsetz (1983) apresenta o que chamou de suave discordância da literatura sobre separação de propriedade e controle, ao declarar não acreditar que recorrer a relacionamentos de agência (em comparação ao próprio dono administrar o negócio) reduz o valor da firma para seus donos. Para ele, ao contrário, isso aumenta o seu valor. Demsetz não acreditava que as amenidades que os gestores consomem no trabalho (*on-the-job consumption*) é maior com a gestão profissional do que com a gestão pelos donos, explicando que o custo da agência nasce pela firma e não pelos agentes. Para ele, a estrutura de propriedade da firma é um resultado endógeno do

processo de maximização em que muito mais está em jogo do que apenas acomodar o problema de negligência (*shirking*)¹⁰ dos gestores (DEMSETZ, 1983, p. 376).

A polêmica sobre a teoria da agência não mostrou só fraquezas. Eisenhardt (1989) classificou-a de controversa, mas destacou sua importância, reconhecendo sua contribuição para a teoria da organização. Sua avaliação levanta a vasta utilização do modelo em várias áreas, o alarde sobre o poder da teoria pelos seus entusiastas, assim como a forte crítica de seus detratores e pergunta: “O que é ela: uma teoria grandiosa ou um grande blefe?” (EISENHARDT, 1989, p. 57). A conclusão de seu artigo é a de que a teoria da agência oferece visão única em sistemas de informação, incerteza de resultado, incentivos e risco e é uma perspectiva empírica válida, particularmente quando usada com perspectivas complementares.

Mas, se a teoria da agência ganhou destaque após os escândalos, foram estes mesmos que trouxeram luz para suas limitações. Becht, Bolton e Röell (2005) explicam que muito desta teoria, que justifica os esquemas de remuneração dos executivos de forma não realística, assume que os resultados e os preços das ações não podem ser manipulados. E é exatamente esse ponto que esses autores classificam como a maior fraqueza da teoria da agência evidenciada justamente pelos escândalos corporativos.

Na mesma visão, embora reconheça que as teorias econômicas que ressaltam a importância do monitoramento da gestão para resolver o problema de agência foram validadas pelo caso Enron, Clarke (2004) aponta falha em duas importantes questões: (i) o pressuposto de oferecer generosos planos de opções de ações (*stock options*) como forma de alinhar o interesse dos gestores com os acionistas acaba-se tornando um “incentivo poderoso para manipular os ganhos de curto prazo no lugar de melhorar o desempenho de longo prazo”; (ii) a ênfase na importância do valor para o acionista cria uma desconexão do fundamento moral das empresas, encorajando-as a concentrar-se exclusivamente no desempenho financeiro e negligenciando não só interesses de outras partes interessadas (*stakeholders*), mas interesses das economias e comunidades em que operam (CLARKE, 2004, p. 19).

Em outra linha de pensamento, as críticas apontam para o fato de que as pesquisas iniciais baseadas na teoria da agência ignoraram outras ciências comportamentais e que estudos combinando esta com ideias de outras disciplinas têm gerado novas evidências e questionado

¹⁰ Tradução livre para os que alguns autores classificaram como uma das formas de oportunismo.

a teoria da agência (BARNEY; HESTERLY, 2004). A questão humana nas teorias econômicas da organização foi discutida por Reed (1999) que argumentou que o modelo de mercado não apresenta qualquer tentativa contínua de abordar a questão do poder social e da intervenção humana. Reed (1999, p. 74) destaca que as teorias organizacionais baseadas no mercado permanecem negligentes quanto à questão das estruturas e lutas de poder dentro das organizações, por meio das quais estas respondem a pressões econômicas supostamente “objetivas” e “neutras”.

Eisenhardt (1989, p. 60) afirma que a teoria da agência tem uma “visão parcial do mundo que, embora válida, também ignora em grande parte a complexidade das organizações”. Para responder a este ponto, Eisenhardt recomenda o uso da teoria da agência com teorias complementares, argumentando que perspectivas adicionais podem capturar maior complexidade. Huse (2007, p. 29) argumenta que a teoria da agência tem sido vista como uma “autoridade divina” por vários atores do debate da governança corporativa. Ele advoga que essa teoria e o paradigma da supremacia dos acionistas precisam ser questionados e direciona sua crítica para o fato de, nesse contexto, os indivíduos serem percebidos como oportunistas e entidades econômicas, unidirecionais; o sistema legal é tido como princípio fundamental para a tomada de decisão. Huse aponta o papel social dos indivíduos e sugere que confiança (*trust*) possa ser esse princípio fundamental.

Outra abordagem de investigação consistiu em se analisar o conselho de administração com base na observação de redes sociais. Subrahmanyam (2008) analisou estruturas que ligam governança corporativa e o valor da firma a redes sociais e inovações tecnológicas. Seus achados indicam que as redes sociais podem aumentar a remuneração do PE e levar a um monitoramento inadequado. A explicação reside no fato de que os conselheiros, com receio de perder seus laços sociais com o PE, seriam mais permissivos com a remuneração e com a supervisão da atuação dele.

No Brasil, Mendes-da-Silva *et al.* (2008), ao estudarem uma amostra de 615 conselheiros de 90 empresas listadas no Novo Mercado em 2007, concluíram que existe relação entre centralidade, densidade e coesão, e desempenho das empresas estudadas. Os pesquisadores advertem que, a despeito dos benefícios do que passou a ser chamado na literatura de *board interlocking*, obtidos por meio de redes sociais, há também argumentos de que o envolvimento de certas partes interessadas pode influenciar negativamente o processo de decisão. Os pesquisadores mencionam, ainda, que, conforme o número de posições ocupadas

em conselhos, pode haver um impacto no tempo que o conselheiro pode dedicar ao conselho e, conseqüentemente, no desempenho de seu papel de monitor.

Ainda na mesma direção de outras abordagens, a teoria da *stewardship*¹¹ opera sobre a definição de relacionamentos baseadas em premissas comportamentais e discorda da visão de motivações de utilidade individualista da perspectiva principal-agente, propondo que isso não se aplica a todos os gerentes (DAVIS; SHOORMAN; DONALDSON, 1997). A proposição é de que as relações organizacionais são mais complexas do que aquelas analisadas por meio da teoria da agência. Os três autores propõem a observação dos processos situacionais e psicológicos dessas relações.

Já a teoria das partes interessadas (*stakeholder theory*) vê as organizações como as relações entre a empresa e suas múltiplas partes interessadas, como funcionários, donos, fornecedores, credores, investidores, clientes. Sua premissa, ao contrário da teoria da agência, não é a de que as empresas existem apenas para prover resultados para os acionistas, mas, como instituições socialmente responsáveis, elas deveriam ser administradas de acordo com o interesse público (BLAIR, 1995).

Num artigo em que responde às críticas da teoria das partes interessadas, Jensen (2001), argumenta que o centro desse debate é a notável diferença de opinião sobre o propósito fundamental da empresa (*corporation*). Jensen (2001, p. 9) explica que, para maximizar valor, os gestores têm não só de satisfazer, mas também considerar todas as partes interessadas da empresa. Propõe uma nova função-objetivo da empresa, que ele chama de “maximização de valor esclarecida (*enlightened*)” e sua idêntica “teoria de partes interessadas esclarecida”. Usando muito dos conceitos da teoria das partes interessadas, a “maximização de valor esclarecida” aceita a maximização de valor de longo prazo como um critério para fazer as necessárias permutas entre as partes interessadas. De seu lado, a “teoria de partes interessadas esclarecida, enquanto focaliza a atenção em atender as demandas de todas as partes interessadas importantes, especifica a maximização de valor de longo prazo como objetivo da empresa. Isso, para Jensen (2001), resolve a questão originada nos múltiplos objetivos que fazem parte da abordagem tradicional da teoria das partes interessadas, ao dar aos gestores um caminho para se guiar e fazer as permutas entre as partes interessadas. Jensen (2001, p.11)

¹¹ Tradução livre: direção, administração.

ênfatiza que, quando ele menciona “valor”, refere-se a valor “social” já que o produto desenvolvido por uma firma tem valor também para seus clientes e fornecedores.

No Brasil, a busca pela evidência do valor da governança também foi a tônica dos trabalhos acadêmicos que começaram a ser publicados em maior número no final dos anos de 1990. Rabelo (1998), Mônaco (2000) e Leal, Carvalhal-da-Silva e Valadares (2000) abordavam diretamente as questões de governança corporativa estudando sua relação com fundos de pensão, mercado de capitais, estrutura de propriedade e controle, conselhos de administração. A partir desse período, teve início uma expressiva produção acadêmica em sua maior parte atenta às abordagens econômica, financeira e jurídica: governança e o valor da empresa (SILVEIRA, 2002); estrutura de propriedade (LEAL; CARVALHAL-DA-SILVA; VALADARES, 2000; OKIMURA, 2003; SILVEIRA, 2004). Outra frente foi a série de estudos que focalizaram os novos segmentos de listagem de governança corporativa da Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) e sua relação em promover governança eficiente com destaque para Carvalho e Pennacchi (2005). Em outros campos, foram estudadas as aplicações da governança corporativa dentro de um enfoque inspirado na teoria organizativa no plano jurídico (SANTOS, Aline, 2004); a responsabilidade do administrador e o acordo de acionistas (MAIA, 2003); direitos dos acionistas e proteção aos minoritários (MÜLLER, 2002).

O foco na concentração acionária e a situação dos direitos dos acionistas foram objeto de uma produtiva sequência de estudos. Valadares e Leal (2000) e Leal, Carvalhal-da-Silva e Valadares (2000) identificaram uma alta concentração de poder de voto nas empresas brasileiras. O motivo é atribuído à existência de duas classes de ações. As ordinárias, com direito a voto, ficam concentradas com os agentes internos às empresas e as preferenciais, sem direito a voto, aos externos. Dutra e Saito (2002) estudaram o efeito cumulativo de votos na composição do conselho nas 142 empresas mais negociadas no Brasil, em 2000. Silveira, Barros e Famá (2003) observaram a associação entre o valor da firma e o tamanho e composição do CA, além da separação das funções de presidente executivo e presidente do CA.

Silveira, Barros e Famá (2003) relataram relações negativas entre i) direitos de voto de acionistas controladores e qualidade de governança corporativa; ii) diferença de direitos de voto e direitos sobre o fluxo de caixa e qualidade de governança corporativa. Outra conclusão deste estudo foi a de que o tamanho da firma e a emissão de ADRs (*American Depositary*

Receipts) na bolsa de Nova Iorque estavam associados a melhor qualidade de governança corporativa no Brasil.

Um estudo mais amplo é oferecido por Leal (2007) e completado por Silveira *et al.*(2007) que estudaram a evolução das práticas de governança no Brasil entre 1998 e 2004, usando um amplo índice de governança baseado em dados públicos: examinaram aproximadamente 200 empresas listadas nesse período. Uma grande contribuição desse estudo foi a de examinar a adoção voluntária de orientações de governança corporativa no ambiente brasileiro no qual os requerimentos de listagem relativos à governança são quase inexistentes num período de tempo maior que os estudos anteriores. Outra contribuição foi a de observar a influência da estrutura de propriedade sobre as práticas de governança corporativa, segregando os direitos de controle e sobre o fluxo de caixa. A pesquisa levou a cinco conclusões sobre a evolução das práticas de governança corporativa:

i) a qualidade de governança melhorou no período estudado; ii) apesar da melhoria, esta qualidade ainda é insatisfatória; iii) não há uma convergência em relação à adoção de práticas, ao contrário, nota-se uma divergência conduzindo a heterogeneidade; iv) há uma divergência sobre a adoção de práticas voluntárias no tocante ao CA, à transparência, aos direitos dos acionistas e à ética; v) as empresas parecem estar melhor em transparência e pior em direitos aos acionistas, sendo que as práticas de CA se colocam no segundo pior lugar (SILVEIRA *et al.*, 2007, p. 23).

Em outro conjunto de resultados, Silveira *et al.* (2007) concluíram que: “i) a emissão de ADRs nível 2 e 3, e adesão aos níveis 2 e Novo Mercado dos segmentos especiais de listagem da Bovespa que requerem práticas de governança superiores às previstas em lei estão positivamente relacionadas à qualidade da governança ao nível da firma, sendo que os resultados são mais fortes para a primeira variável. Adicionalmente, as empresas nos dois conjuntos parecem ter melhorado a qualidade de governança no período; ii) o período estudado registrou melhoria estável na qualidade da governança; iii) não há evidência clara de que a estrutura de propriedade influencia a qualidade de governança” (SILVEIRA *et al.*, 2007, p. 23-24).

A experiência do Brasil nos anos de 1990 é verificada por Carvalho (2000) que conclui que a ausência de IPOs e o declínio do movimento na Bovespa nesse período estavam associados ao baixo nível de proteção ao investidor. Depois do lançamento dos segmentos especiais de listagem de governança na Bovespa, Carvalho (2002) analisou o valor potencial das empresas listadas nos novos índices. Carvalho e Pennacchi (2005) observaram significantes resultados

no novo segmento de listagem no dia de adesão e também a maior liquidez e prêmios de controle potencialmente menor.

Black, Carvalho e Gorga (2008) obtiveram uma visão geral das práticas de governança no Brasil, ao examinarem 116 empresas listadas em 2005, identificando áreas fortes e fracas em relação a essas práticas. Entre as fracas, destacam a independência do CA que é predominantemente formado por conselheiros internos à empresa. A transparência financeira também fica abaixo dos padrões internacionais. Uma minoria de empresas concede direitos de *tag along* na venda do controle, e acionistas controladores utilizam frequentemente o acordo de acionistas para assegurar o controle.

Com base em dados secundários que comparam uma amostra aleatória de 100 empresas entre as 450 empresas Bovespa em 2007 com 100 empresas listadas no Novo Mercado e 33 emissoras de ADR 2 e 3, KPMG e CEG - Centro de Estudos de Governança (2008) fazem uma análise das práticas de governança das empresas nos distintos tipos de listagem. O estudo conclui que as práticas de governança nos grupos de empresa com ADRs e aquelas pertencentes ao Novo Mercado são substancialmente superiores às observadas na amostra aleatória de empresas listadas na Bovespa.

Um fenômeno recente no mercado de capitais brasileiro, a dispersão acionária, também passou a ser objeto de estudo no Brasil. A evidência do declínio da concentração de propriedade foi apresentada por Gorga (2008) que estudou empresas listadas na Bovespa em 2006 e 2007. Com o estudo conclui-se que os padrões de propriedade foram recentemente diluídos, indicando um estágio inicial de propriedade difusa. O destaque: esta mudança registra-se nos novos entrantes nos segmentos especiais de listagem da bolsa e não pelas empresas tradicionalmente listadas. O maior acionista do Novo Mercado detém 36,39% das ações em média.

Em outro trabalho buscou-se identificar os fatores motivadores que levaram empresas pioneiras a adotarem estruturas de propriedade dispersas e as principais alterações ocorridas após a mudança societária (BEDICKS, 2008). Na conclusão da pesquisa, em que se consideraram seis estudos de casos, uma janela de mercado favorável e o desejo de saída de alguns controladores foram as motivações centrais das empresas estudadas. Em consequência, observou-se importante alteração no relacionamento com os acionistas, principalmente na sua participação nas assembléias. O que com o estudo não se concluiu foi se essa nova

modalidade de estrutura acionária pode levar a um novo modelo empresarial no país ou se foi resultante de um momento de entusiasmo do mercado.

Já o conselho de administração das empresas brasileiras tem sido objeto de estudo em inúmeros casos. O funcionamento dos conselhos e sua aderência aos códigos de melhores práticas foram abordados por Santos, Hermes M. (2000); a composição do conselho e sua independência dos controladores estudada por Saito (2001); a composição do conselho e sua implicação no desempenho financeiro foi o foco de Mendes-da-Silva (2003). Saito e Dutra (2006) investigaram 142 empresas listadas com dados de 1999 para avaliar o grau de independência dos conselheiros em relação aos acionistas controladores e concluíram que os representantes desses acionistas dominam os conselhos e os acionistas minoritários não usam o mecanismo à sua disposição para eleger conselheiros e fazer-se representar.

Mais recentemente alguns estudos começam a investigar a anatomia dos conselhos e fatores que o influenciam. Brandão (2004) estudou a influência dos acionistas minoritários e as práticas de governança corporativa sobre o sistema de decisões estratégicas. Muritiba (2005) investigou a participação do conselho em decisões de estratégia e, depois, o envolvimento dos conselhos na estratégia (MURITIBA, 2009). Neste último trabalho, conclui que o conselho se envolve mais na estratégia que em suas demais atribuições. Com relação às etapas do desenvolvimento da estratégia, o maior envolvimento é com a elaboração de premissas, seguida da etapa de formulação. As etapas de gestão estratégica, implementação e controle recebem menor atenção dos conselhos. Uma linha recente de pesquisa de conselhos no Brasil estuda o papel do conselho de administração com base na análise de redes sociais no Brasil (MENDES-DA-SILVA *et al.*, 2008). Analisando 615 conselheiros de 90 empresas listadas no Novo Mercado em 2007, no estudo explora-se o nível de centralidade e coesão dos conselhos de empresas brasileiras e relaciona-os com desempenho da empresa. A conclusão foi a de que a maior centralidade, densidade e coesão em termos de seus conselheiros aumentam a capacidade de as empresas apresentarem maior rentabilidade e menor endividamento.

2.5 Uma retrospectiva da pesquisa sobre conselhos

O conselho de administração é o elemento central do sistema de governança corporativa visto no âmbito da empresa. Sua importância entre os mecanismos de governança foi ressaltada com base em distintas perspectivas: (i) como sustentáculo da governança corporativa e o nexo crítico no qual os destinos da companhia são decididos (CLARKE, 2007); (ii) como órgão responsável em última instância por assegurar a integridade da organização em todos os assuntos (FULLER; JENSEN, 2002); (iii) por ocupar uma posição crítica no sistema moderno de empresa livre, com a responsabilidade e a oportunidade de fazer uma diferença significativa (CHARAN, 2005); por apresentar necessidade competitiva, podendo ser usado como diferencial competitivo (CHARAN, 1998); (iv) por prover a salvaguarda da governança para o capital e gestores e se um importante instrumento interno de controle (BAYSINGER; HOSKISSON, 1990); (v) por ser o órgão-chave de tomada de decisão da corporação em nome dos acionistas e o repositório do máximo poder da empresa (MILLSTEIN, 2006); (vi) como fulcro do sistema da governança e ponto focal para acionistas e o sistema de mercado (CADBURY; MILLSTEIN, 2005); (vii) por estar entre os mais veneráveis instrumentos de governança corporativa (ZAHRA; PEARCE, 1989).

Clarke (2007) propõe que a pesquisa sobre a influência de conselhos e conselheiros no desempenho da firma reflita a preocupação mais ampla de governança corporativa, relacionando as questões que ainda não foram resolvidas:

Como os conselhos produzem desempenho? Como desempenho é definido em termos de *accountability*¹² e lucratividade? O que aumenta a *accountability* do conselho? O tamanho e a composição do conselho influenciam o desempenho? O que influencia a independência do conselho? O que contribui para a autoridade de conselho? Quão importantes são os comitês do conselho? Como os conselhos podem contribuir para a estratégia da empresa? O que contribui para a dinâmica do conselho? Como a seleção e desenvolvimento no conselho são alcançados? Qual a relação entre o conselho e os acionistas? Embora intensivamente pesquisadas por alguns anos, a evidência acadêmica nessas questões fundamentais permanece inconclusiva (CLARKE, 2007, p. 45).

¹² A definição adotada é a do IBGC (2004): responsabilidade pela prestação de contas e pelas funções assumidas com a seguinte explicação de seu significado: Os agentes da governança corporativa devem prestar contas de sua atuação a quem os elegeu e respondem integralmente por todos os atos que praticarem no exercício de seus mandatos. Roberts, McNulty e Stiles (2005) partem da definição de Giddens (1984, p. 30) de que ser *accountable* em relação às atividades é explicar as razões e fornecer terreno normativo em que eles estão justificados. Como argumentam Monks e Minow (2004), o dever fiduciário na maior das legislações é fazer o que é melhor para a companhia. Como apontado por Huse (2005), Roberts, McNulty e Stiles (2005) desenvolvem, sobre a definição original de Giddens, uma definição mais pluralista para *accountability*, equilibrando várias perspectivas internas e externas, vários papéis do CA e várias teorias.

2.6 A prevalência da lente da dispersão da propriedade

Os estudos acadêmicos sobre conselhos são influenciados e produzidos em grande parte nos mercados em que prevalece a dispersão da propriedade contextualizada por mercado de capitais maduros (MCCARTHY; PUFFER, 2007) combinada à expropriação de acionistas pelos executivos contratados e bastante baseadas na teoria da agência (ZAHRA; PEARCE, 1989). A discussão sobre governança corporativa foi amplamente delineada pela situação e fatos nos Estados Unidos e Reino Unido (HUSE, 2007). Nos conselhos escrutinados, os principais pontos levantados são a independência, atenção e incentivos insuficientes e a perspectiva de existência de conflito de interesses (TIROLE, 2006).

A perspectiva de análise é preponderantemente voltada para a função de monitoramento do conselho em detrimento da função de aconselhamento e participação, que fica num segundo plano, na definição estratégica da firma. O conselho é analisado como o campo de confronto entre executivos e não-executivos, com a principal meta de minimizar o conflito de agência. Mais do que isso, observa-se que o modelo predominante de comportamento de conselhos muda para a função de monitorar e distancia-se da função de aconselhar (GORDON, 2006). A pesquisa sobre conselhos buscou indicadores de condições propícias para a função de monitoramento e muito se investigou sobre a presença de conselheiros independentes, mas a pesquisa empírica sobre conselhos e conselheiros independentes produziu resultados desapontadores (BECHT; BOLTON; RÖELL, 2005).

Nos estudos começou-se a explorar padrões globais de governança que viriam a ser demandados internacionalmente por acionistas (MCKINSEY, 2002; ISS, 2006) e medidos por agências classificadoras de práticas de governança. Bebchuck e Hamdani (2009) argumentam que a busca por padrões globais de governança deveria ser substituída por um esforço de desenvolver e implementar metodologias separadas para diagnosticar governança em companhias com e sem um acionista controlador. Os autores afirmam que, em companhias controladas, é improvável que os conselheiros decidam assuntos importantes, sem que o controlador consinta ou ao menos que ele tenha uma visão sobre o assunto. Prosseguem afirmando que conselhos eleitos por acionistas controladores provavelmente não negligenciam as preferências do controlador. Dessa forma, nesse tipo de empresa – argumentam Bebchuck e Hamdani - a principal preocupação não é se os gestores vão tomar

decisões que vão divergir dos interesses da maioria dos acionistas, mas se a gestão tomará decisões que vão desviar valores de investidores externos ao acionista controlador.

Quando se observam os tipos de estudos sobre conselhos, a maioria dos estudos centrou-se na composição, na pertinência da presença e na proporção ótima de conselheiros independentes (em relação aos gestores), na quantidade de executivos no conselho, na inseparação dos papéis de presidente do conselho e do presidente da diretoria executiva (CEO), na seleção de conselheiros e em outros elementos relacionados com a estrutura do conselho. A escolha dos temas em grande parte está de acordo com os eixos centrais de preocupação de governança em mercados com forte dispersão acionária. Em todo caso, não há grande entusiasmo com os resultados encontrados: (i) a composição do conselho não está relacionada com o desempenho da empresa, enquanto o tamanho do conselho está negativamente relacionado com o desempenho (HERMALIN; WEISBACK, 2003); (ii) o impacto das forças contextuais nas variáveis do conselho tem sido largamente ignorado (ZAHRA; PEARCE, 1989); (iii) a maioria da pesquisa sobre conselhos e o impacto de conselheiros independentes é empírica e os resultados são confusos (BECHT; BOLTON; RÖELL, 2005); (iv) a maioria dos estudos encontra pequena correlação de desempenho e independência do conselho e aqueles mais recentes relatam uma correlação negativa entre os dois fatores (BHAGAT; BLACK, 1999); (v) firmas com mais conselheiros independentes não apresentam melhor desempenho que outras firmas (BHAGAT; BLACK, 2002).

Apesar da não comprovação da relação entre maior número de independentes no conselho e o desempenho da firma, a tendência geral observada no mercado em diversos países foi o aumento do número de conselheiros independentes. Ao se realizar o primeiro estudo a traçar a curva de crescimento da presença de independentes de 1950 a 2005 nos Estados Unidos, Gordon (2006) argumenta que um dos mais importantes desenvolvimentos em governança corporativa no último meio século naquele país foi a mudança na composição de conselhos. Em sua tipologia de conselheiros, Gordon (2006) define como internos (*insiders*) os executivos atuantes na empresa, os afiliados como aqueles que se relacionam com os executivos (bancos, advogados) e independentes aqueles sem qualquer relação com a gestão da empresa que não seja sua atuação no conselho. Com base nessas definições, ele argumenta que os internos e afiliados – de alguma forma relacionados com internos – foram crescentemente substituídos por conselheiros independentes. Em 1950, 20% dos conselhos eram compostos por independentes, saltando para 75% em 2005. O autor argumenta que

conselheiros independentes se tornaram uma instituição complementar nos Estados Unidos atuando numa economia de firmas dirigidas para maximizar o valor do acionista.

Pesquisa realizada pela Spencer Stuart (2006), empresa de recrutamento de executivos e conselheiros, com 200 empresas do índice S&P (*Standard and Poors*), registrou que a demanda por conselheiros independentes aumentou 17% desde 2005.

Useem (2006) reconhece o valor das mudanças feitas na estrutura dos conselhos em consequência dos escândalos corporativos como Enron e WorldCom, mas evidenciou que essas mudanças não vão ao coração do trabalho dos conselhos, o de fazer as escolhas que vão dar forma – boa ou má – ao futuro da companhia. Para evitar tais fiascos corporativos, as empresas precisam de conselhos que possam tomar decisões eficientes e processos de decisão melhores podem ser tanto geradores assim como protetores. Ao par de outros autores, Useem (2006) advoga que o papel do conselho é mais amplo que o tradicional e conclama os conselheiros a examinarem seus processos e a criarem um conjunto personalizado de regras para promover decisões de conselho eficazes, a que o autor nomeia como a essência da boa governança.

A relevância dos processos de tomada de decisão foi defendida por Pound (1995) que argumentou que o problema fundamental em governança corporativa se origina não no desequilíbrio de poder, mas nas falhas no processo de tomada de decisão empresarial. Elas são decorrentes de falhas sutis no processo de tomada de decisões, em como os gestores e o conselho tomam decisões e monitoram o progresso da empresa.

Diversos conceitos desenhados na Nova Economia Institucional (NEI) parecem ser muito apropriados para melhor se compreenderem as relações num conselho de administração vistas como um nexos de relações que, por sua vez, espelham relações contratuais. As distintas abordagens nas quais o custo da informação é peça importante – e que nesta pesquisa seriam oportunas - foram listadas por Barzel (1997): teoria da agência ou modelo principal-agente, *rent seeking*¹³, racionalidade limitada, informação assimétrica e teoria do contrato. Também a teoria de direitos de propriedade poderá contribuir para o entendimento das relações que interferem na dinâmica do conselho ao estabelecer elemento relevante de seu contexto. A definição do sistema de direitos de propriedade de Alchian em 1965 e utilizada por

¹³ Processo pelo qual se busca ganhar com a manipulação em vez de transações que adicionem valor.

Eggerstsson (1990, p. 33) como um “método de alocar a indivíduos particulares a “autoridade” de selecionar, para bens específicos, qualquer uso entre a classe de usos não-proibida” remete à verificação do papel do conselho nesse sistema.

O que se propõe é uma nova geração de estudos que vá além da mera descrição da estrutura do CA. Há suficiente percepção de que é preciso desenvolver mais do que a abordagem demografia-resultado para se entenderem as implicações das características do conselho no seu desempenho (ZAHRA; PEARCE, 1989).

A despeito das variações entre as descrições, a relevância do papel atribuído ao conselho no sistema de governança corporativa é incontestável. A análise formal do papel do conselho nas empresas listadas brasileiras trará contribuição para a academia e para a utilização pelas empresas. No Brasil, assim como nos demais países da América Latina, predomina a concentração de propriedade, ao contrário da realidade de países com mercado de capitais desenvolvidos, nos quais a dispersão da propriedade das empresas listadas em bolsa é muito maior. As principais teorias no estudo da governança e os modelos de observação de conselhos foram desenvolvidos nesses mercados mais amadurecidos, portanto podem não captar integralmente as especificidades de ambientes com a prevalência de controle acionário.

Hermalin e Weisbach (2003) também destacaram a importância de melhor modelar os conselhos e suas funções, mas esclareceram que essa é uma tarefa difícil. Esses autores destacam que o fator mais importante consiste em se determinar a efetividade do conselho e a independência em relação ao presidente executivo (que aqui também será chamado de principal executivo, presidente executivo ou CEO – *Chief Executive Officer* – na expressão estadunidense e reconhecida internacionalmente). Eles concluem que a incapacidade de observar essa variável é uma importante razão pela qual o trabalho empírico é tópicamente desafiador. Em nosso caso, outro elemento da independência deve ser observado: aquele relacionado com o acionista controlador.

Entender a natureza do funcionamento do conselho está entre as mais importantes áreas da pesquisa de administração. Forbes e Milliken (1999) chegaram a essa conclusão depois de revisarem a pesquisa desenvolvida sobre conselhos e criarem um modelo orientado por processos, encorajando os pesquisadores a enfocarem diretamente o que os conselhos precisam fazer para exercer suas responsabilidades mais efetivamente, tratando os conselhos

como grupos de tomada de decisão e desenvolvendo com base no conhecimento existente das dinâmicas de grupo.

Um grande impedimento para os pesquisadores é o acesso ao conselho para estudá-lo diretamente, o que leva o conselho a ser chamado ‘caixa preta’ (LEIGHTON; THAIN, 1993 *apud* LEBLANC; SCHWARTZ, 2007). Observar o conselho através do tempo é um dos maiores desafios na área de pesquisa (ZAHRA; PEARCE, 1989).

John Pound (1995, p.82) refere-se à “empresa governada”, em oposição ao modelo de “empresa gerenciada”, na qual os principais executivos são responsáveis pela liderança e tomada de decisões. Ele argumenta que as reformas baseadas na “empresa governada” são centradas em papéis e comportamento, em lugar de transferência de poder e o resultado é uma mudança positiva na maneira pela qual as companhias debatem, revisam e decidem políticas. Essa visão corrobora a recomendação de que a pesquisa futura deve valorizar o comportamento do conselho. Pettigrew (1992) explica que o conselho é visto como um sistema aberto. Propõe que a direção da pesquisa seja integrada e que se considere o dinamismo das relações tanto fora como dentro da sala do conselho.

Reconhecendo a importância de estudar-se o conselho de administração, Adams, Hermalin e Weisbach (2008) reconhecem, entretanto, que conselhos são instituições difíceis de serem estudadas. Eles argumentam que há duas questões mais recorrentes sobre conselhos: o que determina sua composição e o que determina suas ações.

Para que os próximos passos no estudo de conselhos no Brasil sejam traçados e seus resultados alcançados, é necessário antes descrever e estudar o papel destes como uma primeira etapa, observando-se variáveis e o peso de sua interferência. Este estudo descritivo poderá contribuir para que a investigação prossiga para dimensões mais complexas como recomendado pelos diversos autores citados.

2.7 Diretriz teórica de pesquisa

Esta pesquisa assumirá uma abordagem multiteórica como diretriz, consistentemente com crescente recomendação por parte dos pesquisadores, como havia feito pioneiramente Zahra e

Pearce (1989), integrando quatro abordagens teóricas num mesmo modelo integrativo para observar três papéis do CA: serviço, estratégia e controle. A busca de integração de modelos é consistentemente apoiada. Demb e Neubauer (1992) defendem que não há uma estrutura teórica aceita para se compararem sistemas de governança corporativa dentro ou entre culturas. Eisenhardt (1989) sugere um modelo múltiplo para a avaliação de fenômenos na organização que considere a complementaridade das teorias da agência e institucional. Ruigrok *et al.* (2006) advogam que o entendimento do papel do CA requer uma abordagem multiteórica. A necessidade de múltiplas lentes para observação do CA é resultante dos distintos papéis do órgão. O papel de controle é predominante baseado na teoria de agência, enquanto o papel de serviço inclui perspectivas multiteóricas (VAN DEN HEUVEL; GILS; VOOR DECKERS, 2006). Stiles e Taylor (2001) advogam que há uma necessidade de uma teoria geral para o conselho.

Com a proposta de que uma múltipla perspectiva possa aumentar o entendimento, nesta pesquisa valer-se-á das teorias econômicas da organização – teoria da agência, teoria dos custos de transação, teoria dos direitos de propriedade; das perspectivas de teorias da organização – *stewardship* (direção, administração) e dependência de recursos e da teoria das partes interessadas (*stakeholders*), oriunda dos estudos de política, direito e administração. Apesar dos indícios de que não há a prevalência de executivos externos contratados, liderando as companhias, devido ao predomínio de empresas de controle familiar que alocam membros da família em posições-chave da gestão, esta pesquisa também se valerá da abordagem da hegemonia gerencial, buscando-se explorar se os mesmos papéis previstos nessa perspectiva teórica estão presentes na mostra estudada, embora com atores com relacionamento diverso ao da empresa, que inclui sua propriedade. No Quadro 1, a seguir, mostra-se o conjunto de abordagens teóricas que serão consideradas neste projeto de pesquisa.

Argumentando que há uma tendência na literatura para tornar os papéis do conselho mais mutuamente exclusivos e coletivamente exaustivos para o propósito de categorização, Jonsson (2005) esclarece que os papéis não são sempre comparáveis nos estudos e discussões teóricas, embora o rótulo possa ser o mesmo. No Quadro 2 mostram-se os rótulos usados por distintos autores e o que estes entendem por papel atribuído ao CA. Essas definições serão relacionadas com as variáveis desta pesquisa no modelo conceitual teórico, no Capítulo 3.

Quadro 1 - Perspectivas teóricas para estudo de governança corporativa e conselhos de administração

Dimensão	Perspectiva Teórica						
	Agência	Economia dos Custos de Transação	Stewardship	Dependência de Recursos	Partes Interessadas	Hegemonia Gerencial	Hegemonia de Classe
<i>GC e papel do CA</i>	-Motivação de atores individuais na maximização de utilidade auto-interessada. - Assegurar alinhamento: agentes e principais	- Foco na nas necessidades de governança das relações de troca. - Preocupada com mecanismos que reduzem os custos associado aos riscos.	- Assegurar “direção” dos ativos da empresa. - Mantém conflito de interesse não inerente entre gestores e donos e que estrutura de governança ótima permite coordenação do empreendimento a ser alcançado.	- Reduz incerteza; avanço de fronteiras; destaca a interdependência das firmas no lugar de vê-las simplesmente como intenções da administração. - Conectar a firma com recursos externos ajuda a reduzir incerteza.	- Define as firmas como acordos multilaterais entre a empresa e várias partes interessadas. - Essas relações limitam e criam as possibilidades estratégicas da empresa.	- O conselho como “ficção legal” - Necessidade de entender a relação entre donos, gestores e o conselho de administração.	- Elite perpétua e poder de classe; corporação como veículos exploradores para acumulação de riqueza e poder.
<i>Origem Teórica</i>	Finanças e economia	Finanças e economia	Estudos organizacionais	Estudos organizacionais	Estudos de Política, Direito e Organização	Estudos de organização da gestão	Sociologia e Política
<i>Unidade de análise</i>	Indivíduo	Transação	Coordenação	Recursos	Partes Interessadas	Gestão	Corporações
<i>Dimensão focal</i>	Custos de agência	Ativo específico	Stewardship	Interdependência	Interdependência	Controle	Exploração
<i>Suporte empírico</i>	Equívocado	Equívocado	Limitado	Moderado	Moderado	Moderado	Moderado
<i>Limitações da teoria</i>	Suposições muito estreitas; ignora complexidade das organizações	Suposições muito estreitas; ignora complexidade das organizações	Amplamente não testada	Foco no alcance do recurso, não uso do recurso. Interligações não mostradas como influenciadora de comportamento.	Relações multi-partes interessadas dificulta a priorização	Problemas sobre definição de “controle”; redes do dono subestimadas	Visão parcial da motivação do conselho e impacto das corporações.
<i>Estudos representativos</i>	Fama e Jensen (1985); Jensen e Meckling (1976); Kosnik (1987)	Coase (1937); Williamson (1975, 1984, 1985, 1988)	Donaldson e Davis (1991)	Pfeffer (1972); Pfeffer e Salanick (1978)	RSA (1995); Blair (1995); Clarke (1998)	Freeman (1984); Mace (1971); Lorsch e MacIver (1989)	Mills (1971); Useem (1980)

Fonte: Adaptado de CLARKE, Thomas. *International Corporate Governance: A Comparative Approach*, 2007. p.27-28.

Quadro 2 - Rótulos dos papéis do CA identificados na literatura

Autor	Rótulos e entendimento de papéis do CA pelos pesquisadores			N.º de papéis
Mace (1971)	Aconselhamento <ul style="list-style-type: none"> - O papel do CA é primordialmente de aconselhamento e não de natureza decisória. - A gestão da companhia gerencia e os membros do conselho servem como fonte de aconselhamento e sugestões para a gestão 	Disciplina <ul style="list-style-type: none"> - O CA disciplina os executivos. Mesmo sem fazer perguntas perspicazes, a simples existência da reunião com o CA leva os gestores (executivos) a tomarem cuidado com os números e relatórios. - O CA não toma decisões indicadas pelo CEO (executivo). A aprovação da CA é perfunctória. - O CA serve como ‘consciência coletiva’ (p. 97). É visto como o guardião que representa o mundo externo e assegura que os executivos não tenham conduta inadequada. 	Órgão de decisão em tempos de crise <ul style="list-style-type: none"> - Selecionar o sucessor do CEO em caso de morte ou incapacidade. - Quando a liderança e desempenho do CEO são tão insatisfatórios que uma mudança precisa ser feita. - Conselheiros não avaliam efetivamente o CEO, pois, como são escolhidos por ele, mantêm relações de lealdade. É preciso muita evidência para que se chegue à conclusão de que o CEO deve sair. 	03
Fama e Jansen (1983)	Controle de decisão e monitoramento <ul style="list-style-type: none"> - Aprovar¹⁴ as propostas para a utilização de recursos e principais políticas. - Monitorar o desempenho dos agentes de decisão e os prêmios de implementação. - Ápice do sistema de controle de decisões. - Contratar, demitir e definir remuneração dos gestores de alto nível 			01
Zahra e Pearce (1989)	Monitoramento e controle <ul style="list-style-type: none"> - Seleção de executivos - Monitorar e avaliar o desempenho dos executivos 	Estratégico <ul style="list-style-type: none"> - Definição dos conceitos de negócio - Desenvolvimento da missão da empresa - Seleção da estratégia 	Aconselhamento e serviço <ul style="list-style-type: none"> - Representar os interesses da firma na comunidade - Servir de ligação com o ambiente externo - Desempenhar funções de cerimoniais na vida da firma 	03
Johnson, Daily e Ellstrand (1996)	Monitoramento e controle <ul style="list-style-type: none"> - Monitorar os gestores como fiduciários dos acionistas - Contratar e demitir o CEO - Determinar remuneração dos executivos - Monitorar os executivos 	Dependência de recursos <ul style="list-style-type: none"> - Facilitar aquisição de recursos - Legitimador das ações do CEO 	Aconselhamento e serviço <ul style="list-style-type: none"> - Aconselhar o presidente executivo e principais executivos - Iniciar e formular a estratégia 	03

¹⁴ Fama e Jensen usam a expressão ratificar (*ratify*), mas se referem à escolha e não apenas à função de “carimbar” o que vem dos executivos sem questionamentos, como a aceção mais comumente usada em português poderia sugerir. Ao contrário, referem-se ao controle máximo sobre os agentes internos, responsáveis pela iniciação e implementação das decisões num papel de **administração da decisão**. Agindo em nome dos acionistas, o CA detém o papel de **controle de decisão** que inclui aprovar e monitorar as escolhas e seus resultados.

Autor	Rótulos e entendimento de papéis do CA pelos pesquisadores				N.º de papéis
Stiles e Taylor (2001)	Estratégico <ul style="list-style-type: none"> - CAs não estão envolvidos no processo de formulação de estratégica, mas determinando os parâmetros dentro dos quais a discussão estratégica acontece. - Guardião das definições corporativas: em que negócios atuar; critérios para aquisições e desinvestimentos. - Filtrar opções estratégicas propostas - Guardião dos valores 	Controle <ul style="list-style-type: none"> - Controlar as fronteiras da firma a partir da definição do propósito da empresa. - Servir como árbitro do sistema de crenças, em sua guarda dos valores da empresa. - Monitorar a operação, ambiente externo e desempenho do CEO. 	Institucional <ul style="list-style-type: none"> - Ligações com grupos externos. O conhecimento obtido alimenta a discussão estratégica e pode aumentar o aprendizado da organização. - Manter bons contatos com os donos. - Desenvolver sólida reputação de boa gestão e responsabilidade de prestar contas (<i>accountability</i>) 	03	
Hillman e Dalziel (2003)	Monitoramento e controle <ul style="list-style-type: none"> - Monitorar o CEO - Monitorar a implementação da estratégia - Planejar a sucessão do CEO - Avaliar e premiar os executivos 		Dependência de recursos <ul style="list-style-type: none"> - Prover legitimidade / ampliar imagem pública da firma - Prover <i>expertise</i>, ministrar conselho - Ligar a firma a partes interessadas - Facilitar acesso a recursos - Construir relacionamentos externos - Ajudar na formulação da estratégia 		02
Carter e Lorsch (2004)	Watchdogs (cães de guarda) <ul style="list-style-type: none"> - Monitorar a companhia e o desempenho da gestão - Revisar resultados financeiros - Avaliar o CEO - Avaliar auditoria anual com auditores externos - Monitorar riscos: assegurar que os maiores riscos são identificados e administrados. 	Pilots (Pilotos) <ul style="list-style-type: none"> - Tomar as principais decisões - Decidir sobre aquisições e desinvestimentos, estruturas de capital e dividendos. - Decidir sobre contratação e demissão do CEO - Aprovar mudanças na estrutura organizacional - Aprovar limites de risco 		Aconselhamento <ul style="list-style-type: none"> - Oferecer aconselhamento para a gestão, especialmente para o CEO. - Gestão pode aproveitar da experiência e sabedoria dos conselheiros. 	03
Jonsson (2005)	Carimbador (<i>Rubber Stamper</i>) <ul style="list-style-type: none"> - Nada além de concordar com as decisões da gestão. - Autorização de rotina das ações. - Segue procedimentos legais. - Autor cita Peter Drucker em sua referência ao CA como uma impotente ficção legal e cerimonial. (1974, p.628) 	Watchdog (cão de guarda) <ul style="list-style-type: none"> - Monitora mais diligentemente. - Reclama quando há irregularidades ou falta de informação. 	Pilot (Piloto) <ul style="list-style-type: none"> - Direciona a companhia - Toma decisões e age sobre elas 	Aconselhador <ul style="list-style-type: none"> - Participa do diálogo com a gestão - Apóia a gestão trazendo conexões com recursos e relacionamentos 	04
Clarke (2007)	Controle <ul style="list-style-type: none"> - Monitorar a gestão e assegurar prestação de contas 	Estratégia <ul style="list-style-type: none"> - Aprovar e monitorar a direção estratégica 	Conselho <ul style="list-style-type: none"> - Aconselhar e orientar os executivos em assuntos críticos 	Institucional <ul style="list-style-type: none"> - Construir relações institucionais com investidores, partes interessadas e comunidade. 	04

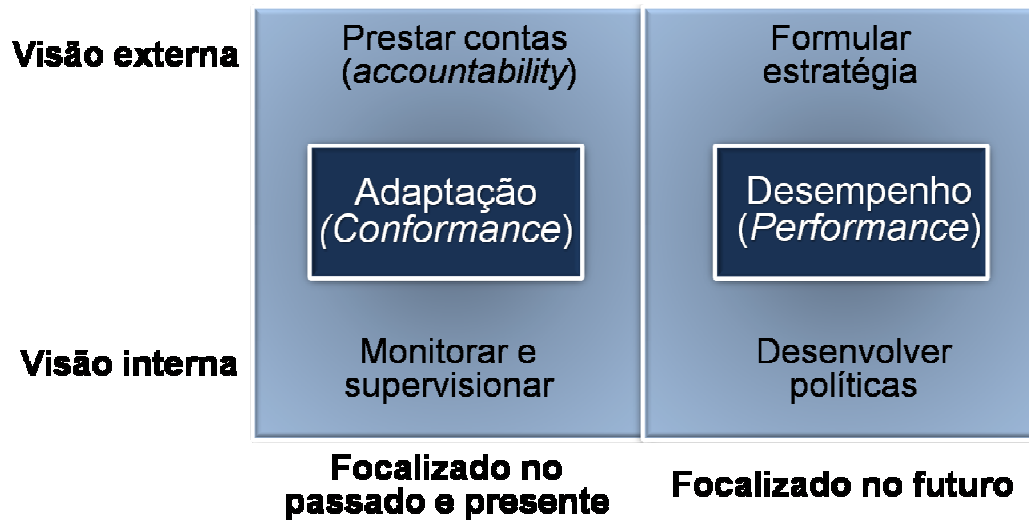
Adicionalmente aos rótulos dos papéis do CA, outra abordagem para descrever a atuação do CA parte do nível de engajamento do órgão com a gestão, descrevendo tipos de conselhos associados a fases da vida da empresa ou que possam traduzir-se num estilo permanente de atuação do CA. Os conceitos deste modelo serão considerados nesta pesquisa, embora nem sempre com a mesma terminologia. O modelo de Nadler, Behan e Nadler (2006) estabelece cinco arquétipos de CA, como se detalha na Figura 1.

Passivo	-oferece atividade e participação limitada -funções a critério do PE* -ratifica as decisões da gestão
Certificador	-certifica aos acionistas que o CEO está fazendo o que o CA espera -estabelece um processo de sucessão ordenado.
Engajado	- associa-se ao PE para prover conselho e apoio nas principais decisões. - responsabilidade de supervisionar desempenho do PE e da empresa - desempenha papel duplo: guiar-apoiar e julgar
Interventor	- típico em situação de crise. - intensamente envolvido em discussões e decisões-chave
Operador	- toma principais decisões enquanto a gestão implementa. - não é incomum em início de operações (start-ups) quando o CA preenche as lacunas de experiência da gestão.

Fonte: Adaptado de Nadler, David; Behan, Beverly A. e Nadler, Mark B. Building Better Boards: A Blueprint of Effective Governance (2006).

Figura 1 - Graus de envolvimento do CA

Outra visão mostra os CAs em relação às suas atividades e funções, considerando as perspectivas que direcionam o conselho. Essa estrutura ressalta a tensão entre as demandas competitivas de conselhos que têm de monitorar o presente enquanto olham o futuro, e supervisionar ao mesmo tempo que decidem a estratégia. “Esta estrutura é um lembrete dos papéis e responsabilidades multidimensionais dos conselhos e seus membros, e da necessidade de evitar colocar toda a ênfase em funções individuais.” (CLARKE, 2007, p. 34). Nesta pesquisa, uniram-se as atividades relacionadas com a estratégia e aquelas baseadas no desenvolvimento de políticas, agregadas no modelo de Hilmer e Tricker (1991) para se definir o papel de direcionamento. A Figura 2 mostra o modelo de Hilmer e Tricker (1991).



Fonte: HILMER, Fred G., TRICKER, Robert I. (1991).

Figura 2 – Estrutura de análise de atividades do CA

Para definir melhor o contorno do papel estratégico do CA, este projeto considerará o modelo de processo de decisão nas empresas descrito por Fama e Jensen (1983) em seu texto seminal que trata da separação da propriedade e controle. Os autores discriminam as atribuições do conselho e gestores consistentemente com a teoria da agência, como se apresenta no Quadro 3.

Quadro 3 - Processo de tomada de decisão: modelo de atribuições do conselho de administração e gestores

GESTOR (AGENTE)	CONSELHO (PRINCIPAL)
<i>Iniciação</i> geração de propostas para a utilização de recursos	<i>Aprovação</i> escolha das iniciativas a serem implementadas
<i>Implementação</i> execução das propostas ratificadas	<i>Monitoramento</i> mensuração e avaliação da ação do gestor

Fonte: Guerra; Fischmann; Machado Filho (2009), adaptado de Fama & Jensen, 1983.

O modelo de Fama e Jensen sugere que o gestor (agente), em geral, é quem deve iniciar o processo, gerando alguma proposta a ser desenvolvida pela empresa para, no passo seguinte, o conselho aprovar ou não a proposta. Volta a ser o papel do gestor a implementação da proposta. E ao conselho cabe monitorar e avaliar como o gestor implementa a proposta. Nesta pesquisa verifica-se se o modelo se aplica no ambiente com capital concentrado, como o do brasileiro, em que os acionistas fazem parte do controle efetivo da organização.

3 METODOLOGIA DE PESQUISA

3.1 Método de pesquisa

A pesquisa visa captar possíveis relações entre distintas variáveis e o papel dos CAs nas companhias abertas brasileiras. O estudo é quantitativo, com base em procedimentos estatísticos e tem caráter descritivo e correlacional. De acordo com Sampieri (1994), estudos descritivos buscam descrever, medir e avaliar diversos aspectos do fenômeno, enquanto os correlacionais buscam o grau de relacionamento entre dois ou mais conceitos ou variáveis. Ainda de acordo com Sampieri (1994), um estudo pode iniciar-se descritivo e prosseguir como correlacional, dependendo do estado de conhecimento que se tenha sobre o tema. Como o estudo da literatura revela que o estado da pesquisa não é integralmente aplicável para o contexto de concentração acionária verificado no Brasil, oferecendo apenas apoio empírico moderado, esta pesquisa será iniciada como descritiva para depois seguir como correlacional.

Esta pesquisa descreve o papel dos CAs nas empresas listadas brasileiras, verificando distintos fatores, medindo-os independentemente para depois estabelecer o relacionamento entre as variáveis estudadas.

A pesquisa é realizada em duas fases. Na primeira, analisam-se empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) de 1998 a 2007 com base nos dados em painel similares aos utilizados por Leal e Carvalhal-da-Silva (2007). Na segunda fase, o estudo tem como base um corte transversal utilizando-se o método de *survey*. As análises são realizadas utilizando-se técnicas multivariadas, as quais são definidas por Hair *et al.* (1998) como todos os métodos estatísticos que analisam simultaneamente múltiplas medidas em cada indivíduo ou objeto de investigação. Qualquer análise simultânea de mais de duas variáveis pode ser considerada análise multivariada. Esta pesquisa vale-se especificamente da análise fatorial, do modelo de equações simultâneas e do modelo de equações estruturais, buscando as relações entre as diversas variáveis estudadas e o papel dos CAs. Os modelos estatísticos são detalhados na Seção 3.11 e 3.13., enquanto a análise fatorial é explicada na Seção 3.12.

3.2 Definições teóricas e operacionais das variáveis e conceitos-chave

3.2.1 Governança corporativa

São muitas as definições para governança corporativa. Este estudo considera algumas delas. A agência multilateral, Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), emitiu sua definição, quando foram publicados, em 1999, seus “Princípios de Governança Corporativa”. Com uma abordagem universal, este documento, depois revisto em 2004, tornou-se referência não só para a elaboração de códigos de boas práticas em diversos países, como também para estudos acadêmicos. Por sua característica internacional, esta definição poderá apresentar melhor relação com as teorias desenvolvidas internacionalmente sobre o tópico:

Governança corporativa é o sistema pelo qual empresas são dirigidas e controladas. A estrutura de governança corporativa especifica a distribuição de direitos e responsabilidades entre os diferentes participantes na empresa, tais como o conselho, os gestores, acionistas e outras partes interessadas (*stakeholders*), e define as regras e procedimentos para tomar decisões nos assuntos de empresa. Fazendo isso, também provê a estrutura através da qual os objetivos da companhia são estabelecidos, e os meios de obtenção destes objetivos e monitoração de desempenho. (OCDE, 1999)

Entre as definições acadêmicas, algumas capturam elementos de particular importância para esta pesquisa. São elas:

Governança corporativa é, em grande parte, um conjunto de mecanismos através dos quais investidores externos protegem a si mesmos contra a expropriação pelos internos. (LA PORTA *et al.*, 2000)

Governança corporativa é o relacionamento entre vários participantes [presidente executivo, gestão, acionistas, empregados] em determinar a direção e o desempenho de corporações. (MONKS; MINOW, 2004)

Governança corporativa é a estrutura de controle de alto nível, consistindo dos direitos de decisão do Conselho de Administração e do diretor executivo, dos procedimentos para alterá-los, do tamanho e composição do Conselho de Administração e da remuneração e posse de ações de gestores e conselheiros. (JENSEN, 2001)

Governança corporativa pode ser entendida como um conjunto de mecanismos de incentivo e controle, internos e externos, que visam a minimizar os custos decorrentes do problema de agência. (SILVEIRA, 2004)

3.2.2 Conselho de administração

O conselho de administração é o mais alto órgão da administração de empresas, reportando-se apenas à Assembléia Geral de Acionistas, órgão máximo de deliberação de uma sociedade. Um dos principais mecanismos de governança, o CA é reconhecido por vários autores como peça central do sistema de governança. O conselho é descrito como órgão guardião dos interesses dos proprietários, tem um caráter nuclear, dotado de poderes emanados da Assembléia Geral, em torno do qual gravitam os demais órgãos da administração. Os autores desta definição, Rossetti e Andrade (2006, p. 270-271), destacam o CA como a mais importante força interna de controle da empresa.

Demb e Neubauer (1992, p. 13) destacam o papel legal do órgão, reconhecendo-o como “‘fonte do poder’, ainda que altos executivos naturalmente tendam a exercitar este poder”. Os autores argumentam que se de um lado o conselho possui clara responsabilidade legal, de outro a gestão tem a infraestrutura, o conhecimento, o tempo e apetite para tomar essa responsabilidade. Na visão clássica de um ambiente em que prevalece a dispersão acionária e a existência das chamadas corporações, Monks e Minow (2004) destacam seu papel de prover equilíbrio entre um pequeno grupo de executivos-chave e um vasto grupo de acionistas espalhados pelo mundo.

3.2.3 Conselheiro independente

A figura do conselheiro independente tem recebido muita atenção tanto no ambiente acadêmico quanto na prática das empresas e mercados, devido a sua associação com as melhores práticas de um conselho de administração. Esta pesquisa adotará a definição elaborada pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2004, p. 24) com uma adição no final da lista de itens recomendados pelo Instituto. Este recomenda que o CA deve ser formado, em sua maioria, por conselheiros independentes, contratados por meio de

processos formais com escopo de atuação e qualificação bem definidos. O conselheiro independente caracteriza-se por NÃO:

- manter qualquer vínculo com a sociedade, exceto eventual participação de capital;
- ser acionista controlador, membro do grupo de controle, cônjuge ou parente até segundo grau destes, ou ser vinculado a organizações relacionadas com o acionista controlador;
- ter sido empregado ou diretor da sociedade ou de alguma de suas subsidiárias;
- estar fornecendo ou comprando, direta ou indiretamente, serviços e/ou produtos à sociedade;
- ser funcionário ou diretor de entidade que esteja oferecendo serviços e/ou produtos à sociedade;
- ser cônjuge ou parente até segundo grau de algum diretor ou gerente da sociedade e
- receber outra remuneração da sociedade além dos honorários de conselheiro (dividendos oriundos de eventual participação no capital estão excluídos desta restrição).

3.2.4 Papéis do CA

Esta pesquisa explorou as categorias mais frequentes na literatura para descrever o papel que os CAs desempenham nas empresas: Papel Ratificador, Papel de Controle, Papel Estratégico, Papel de Serviço e Papel de Dependência de Recursos, sem prejuízo de buscar particularidades que possam delinear um papel adicional ou ainda configurar de forma diferente essas categorias no caso brasileiro. Os papéis mencionados estão descritos na Fundamentação Teórica e associados às perspectivas teóricas no Quadro 1. A diferença de visão dos distintos autores é apresentada no Quadro 2.

3.2.5 Acionistas e ações

Cada acionista, ou sócio, é um dos proprietários da sociedade, na proporção da sua participação no capital social, com direitos distintos de acordo com a natureza de sua participação na sociedade.

- **Acionista Controlador**

Pessoa física ou jurídica, ou grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que: a) seja titular de direitos de sócio que lhe assegurem a maioria dos votos nas deliberações da assembléia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; b) use efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia. O Glossário de Governança Corporativa do IBGC refere-se a este conceito como acionista majoritário. (IBGC, 2008)

- **Acionista Minoritário**

Proprietário de ações, cujo total não lhe permite participar do controle da companhia, segundo o Glossário de Governança Corporativa do IBGC. (IBGC, 2008)

- **Bloco de Controle**

A Lei das S.A. (Lei 6.404/76), ao definir o acionista controlador no artigo 116, incluiu o conceito de “grupo de pessoas, naturais ou jurídicas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum”. Só se refere diretamente à expressão ‘bloco de controle’ no artigo 254 sobre alienação de controle, mencionando a expressão “ações integrantes do bloco de controle”. (BRASIL, 1976, art. 254)

- **Ação Ordinária**

Classe de ações que conferem a seu titular os direitos de voto nas assembléias da sociedade, além do direito de participar dos resultados da companhia. A cada ação ordinária corresponde um voto nas deliberações da Assembléia Geral. (IBGC, 2004, p.11.)

- **Ação Preferencial**

Classe de ações a qual confere aos seus detentores determinadas vantagens de natureza financeira ou política em troca de restrições parciais ou totais no exercício do poder de voto. As vantagens podem incluir prioridades na distribuição de dividendos e/ou reembolso de capital, *tag along*¹⁵, dividendos 10% superiores aos das ações ordinárias e, inclusive direito a

¹⁵ É a extensão parcial ou total, a todos os demais sócios das empresas, das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle de uma sociedade (IBGC, 2008).

voto, se assim o estatuto o definir. (Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC - IBCG, 2004, p.11.)

o **Investidor Institucional**

São fundos de pensão, fundos mútuos (fundos de investimentos) e companhias de seguro com grande disponibilidade de recursos para investimento por reunirem a poupança coletiva de milhares de indivíduos. (SILVEIRA, 2004)

3.3 Variável dependente: papéis do CA de controle, direcionamento e serviços

A variável dependente será construída com base em 17 questões sobre as atividades que o CA realiza e relacionadas com os três papéis mais frequentemente apresentados na literatura (controle, direcionamento e prestação de serviço). As questões fazem parte de um questionário aplicado aos administradores (Apêndice 2). A variável busca medir, com base no entendimento sobre as atividades que o CA realiza, os papéis que o órgão desempenha na governança da empresa.

Parte das perguntas busca identificar atividades do CA associadas aos papéis descritos na literatura, conforme detalhado na Seção 2.7. Além das atividades resumidas no Quadro 2, foram adicionadas outras assemelhadas àquelas citadas na literatura e presentes no Código do IBGC, usado como referência pelas empresas. Para o propósito desta pesquisa, o texto do IBGC foi adaptado ao questionário. No Quadro 4 mostram-se as atividades investigadas no questionário, associa-as aos papéis referidos na literatura, apresenta-se a correspondente variável no questionário e o nome utilizado no modelo.

Quadro 4 - Atividades do Conselho associadas aos distintos papéis como parte do questionário

Papel associado à atividade	#	Atividade	Questão correspondente no questionário¹⁶	Variável
Controle	1	Contratar e demitir o presidente executivo (CEO)	2.2	V2. 2
	2	Aprovar a escolha (ou dispensa) dos demais	2.3	V2. 3

¹⁶Na seção 3.8.1 Dados Primários, descreve-se o ordenamento das questões e suas razões.

		executivos sob proposta do presidente executivo (CEO)		
	3	Aprovar a remuneração e pacotes de incentivo para os executivos que serão enviados à Assembleia de Acionistas	2.4	V2. 4
	4	Avaliar e monitorar o desempenho dos executivos e da empresa	2.5	V2. 5
	5	Discutir e direcionar assuntos de sucessão dos principais cargos na empresa	2.7	V2. 7
	6	Definir a responsabilidade do executivo principal e seus subordinados	2.10	V2. 10
	7	Supervisionar o relacionamento dos executivos com as partes relacionadas	2.16	V2. 16
	8	Monitorar os riscos da empresa	2.17	V2. 17
	9	Indicar e substituir os auditores independentes	2.18	V2. 18
Direcionamento	10	Tomar de fato as decisões sobre a estratégia da empresa	2.6	V2. 6
	11	Tomar decisões (ou as propor para a Assembleia de Acionistas) sobre os principais fatos da empresa como aquisições, desinvestimentos, estrutura de capital, dividendos.	2.15	V2. 15
	12	Ocupar-se com e liderar os assuntos relativos à governança da empresa	2.12	V2. 12
	13	Aprovar o código de conduta e o regimento interno do CA	2.14	V2. 14
Serviço	14	Estabelecer contatos com a rede de relacionamentos externos de interesse da empresa e usam esse relacionamento para o benefício da empresa.	2.11	V2. 11
	15	Facilitar acesso da empresa a recursos extras, como fontes de financiamento, por exemplo.	2.8	V2. 8
	16	Fornecer conselho e orientação ao executivo principal e seus subordinados.	2.9	V2. 9
	17	Exercer o papel de representação institucional da empresa	2.1	V2.1

3.4 Variáveis independentes

o Características de atuação do CA

Outras perguntas relativas às características de atuação foram adicionadas para que se possa melhor explicar os papéis do CAs, além de permitir possíveis associações. Aqui, o que se

buscou investigar foi o entendimento dos respondentes sobre elementos que dão contorno ao estilo da atuação do CA ou que possam indicar o nível decisório do órgão. Essas características não estão integralmente incorporadas ao modelo teórico sobre papéis – embora alguns autores façam referência a alguma dessas características – ou ao Código do IBGC. No Quadro 5, mostram-se as questões agrupadas pelos dois tipos de características que se buscou investigar.

Quadro 5 - Características da atuação do CA

Agrupamento das características que descrevem a atuação	#	Características	Questão correspondente no questionário¹⁷	Variável
Estilo	1	Participar e tomar efetivamente decisões / Ratificar decisões da gestão	3	V3
	2	Ativo/Passivo	5.1	V5. 1
	3	Independente / Dependente	5.2	V5. 2
Nível decisório	4	Deliberativo / Consultivo	5.3	V5. 3
	5	Relevante / Irrelevante	5.4	V5. 4
	6	Delibera efetivamente / Cumpre requisito legal	5.5	V5. 5

Para avaliar o entendimento dos informantes sobre os papéis do CAs e sua atuação, identificadas na literatura e nas recomendações do Código do IBCG, optou-se pelo emprego de duas escalas: Likert e diferencial semântico.

A escala de Likert fornece um meio para avaliar o grau em que um respondente concorda com ou discorda de afirmações enunciadas. Para cada um dos pontos da escala é atribuído um número que representa a atitude do respondente com relação à afirmação (MATTAR, 2001). A escala de diferencial semântico é uma escala bipolar, cujos extremos são definidos por adjetivos ou frases adjetivadas, concebida com a finalidade de se compararem duas situações distintas. Geralmente possuem sete pontos, mas podem, também, ter cinco, seis ou nove pontos, em que cada ponto possui um peso atribuído a sua posição no contínuo (AL-HINDAWE, 1996). Nos dois tipos de escala serão usados seis pontos, que fornecerão suficiente granularidade e conduzirão a um comportamento do entrevistado.

○ **Papel do CA no desenvolvimento da estratégia**

¹⁷Na seção 3.8.1 Dados Primários, descreve-se o ordenamento das questões e suas razões.

Para explorar em mais detalhes o papel do CA no desenvolvimento da estratégia, o questionário incluiu questões relacionadas com o modelo de processo decisório nas empresas descrito por Fama e Jensen (1983), aplicadas para a decisão de âmbito estratégico. O modelo que discrimina as atuações do conselho e gestores no processo é descrito no Capítulo 2¹⁸. No tocante ao papel relativo à estratégia - nesta pesquisa incluso no papel de direcionamento -, buscou-se investigar se o modelo baseado na separação de propriedade e controle de Fama e Jensen (1983), que reserva ao CA duas das quatro etapas de decisão - aprovação e monitoramento da implantação das decisões - aplica-se exatamente assim no ambiente de capital concentrado, como o brasileiro, em que os acionistas fazem parte do controle efetivo da organização.

Os respondentes foram instados a escolher entre quatro alternativas quantas fossem necessárias para descrever a atuação do CA no desenvolvimento da estratégia: (i) iniciação – geração de propostas para a utilização de recursos e estruturação de contratos; (ii) aprovação – escolha das iniciativas a serem implementadas; (iii) implementação – execução das decisões ratificadas; (iv) monitoramento – aferição do desempenho dos agentes de decisão e implementação de recompensa.

o **Composição e funcionamento do CA**

O indicador de aderência às boas práticas de governança corporativa relacionadas com o conselho de administração utilizado é um sub-índice baseado no IGC – Índice de Governança Corporativa, desenvolvido por Leal e Carvalhal-da-Silva (2007). O ICG procura medir a qualidade de governança corporativa em quatro dimensões: acesso às informações; conteúdo das informações; estrutura de propriedade e controle e estrutura e composição do conselho de administração. Esta última, utilizada parcialmente como uma das variáveis deste estudo, é o subíndice calculado com base num conjunto de cinco perguntas binárias¹⁹, cujas respostas foram obtidas com dados primários coletados pelos pesquisadores e que buscam identificar os seguintes elementos:

¹⁸ Seção 2.7

¹⁹ O índice originalmente era composto por 6 questões binárias, incluindo a questão: Há Conselho Fiscal permanente? (Verificação da existência de Conselho Fiscal permanente no estatuto da empresa.). Nesta pesquisa não se considerou esta pergunta como parte do índice para toda a série estudada.

- separação das funções de presidente do CA e do presidente executivo;
- existência de comitês de monitoração do CA como os de remuneração e/ ou nomeação e/ou de auditoria;
- composição por conselheiros externos e possivelmente independentes;
- número de membros do CA fica entre 5 e 9 como recomendado pelo Código de Melhores Práticas do IBGC;
- mandatos de um ano consecutivo, como recomendado pelo Código de Melhores Práticas do IBGC.

No Quadro 6 detalham-se as questões apresentadas aos respondentes, assim como os critérios utilizados para avaliação.

Quadro 6 - Determinantes da qualidade da governança no nível do CA

Número	Questão do IGC	Critério para avaliação
1	Presidente do Conselho e CEO são pessoas diferentes?	<i>Verificação se o nome do Presidente do Conselho de Administração e do CEO era o mesmo no relatório anual nos arquivos da CVM</i>
2	A empresa possui comitês de monitoramento tais como remuneração e/ou indicação e/ou auditoria?	<i>Verificação da existência de tais comitês no estatuto da empresa</i>
3	O Conselho é composto por conselheiros externos e possivelmente independentes?	<i>Verificação se os conselheiros são principais executivos na empresa</i>
4	O tamanho do Conselho está entre 5 e 9 membros, como recomendado pelo Código de Melhores Práticas do IBGC	<i>O tamanho do Conselho foi obtido nos arquivos anuais da CVM</i>
5	Os membros do Conselho têm mandato de um ano, como recomendado pelo Código de Melhores Práticas do IBGC?	<i>Verificação do tempo de mandato dos conselheiros no estatuto da empresa</i>

Adicionalmente ao subíndice são utilizadas nesta pesquisa outras variáveis para se determinar a qualidade de governança relativa ao conselho de administração. A independência do conselho tem sido associada positivamente à qualidade de governança, assim como a diversidade dos conselheiros e este elemento foi observado na pesquisa. Um dos aspectos considerados foi o nível de concentração de poder. Três perguntas buscaram identificar este elemento:

- o Presidente do CA é familiar do acionista controlador ou de outro do bloco de controle?
- o Presidente Executivo é familiar do acionista controlador ou de outro do bloco de controle?
- o Presidente do CA e o Presidente Executivo são a mesma pessoa?

Para capturar o nível de concentração de poder na empresa, foi gerado um indicador atribuindo-se 1 ponto para cada resposta afirmativa para cada uma das três perguntas anteriores. Assim, este índice pode variar de 0 a 3 pontos, em que o valor zero representa uma total descentralização do poder enquanto 3 pontos indicam o maior grau de concentração. Este indicador vai além do nível de concentração de cargo considerado no subíndice baseado no IGC – Índice de Governança Corporativa, desenvolvido por Leal e Carvalhal-da-Silva (2007), que observam neste aspecto apenas a concentração dos cargos de presidente do CA e presidente executivo numa só pessoa, como se mostra na questão 1 do Quadro 6. No questionário de Leal e Carvalhal-da-Silva (2007), a questão é apresentada de forma inversa, perguntando-se se os ocupantes dos cargos são pessoas diferentes, o que leva, portanto, a conclusões iguais.

Outro aspecto considerado na pesquisa foi o nível de endogenia/exogenia dos conselheiros. A literatura normalmente se refere aos *insiders* (internos) e *outsiders* (externos) (HILLMAN; DAZIEL, 2003; BAYSINGER; HOSKISSON, 1990; DAILY; DALTON; CANELLAS, 2003; KAUFMAN; ENGLANDER; WOOD, 2003), destacando-se o conflito clássico de agência que prevê que os interesses dos gestores podem divergir daqueles dos acionistas. Assim, os internos são os executivos da empresa e os externos, aqueles conselheiros não associados de nenhuma forma a esses executivos.

Num contexto de estrutura de propriedade, em que há a concentração num acionista ou num grupo de acionistas ligados por instrumentos que organizam sua atuação em bloco, os conselheiros ligados aos controladores ou à família dos controladores podem ser considerados igualmente dentro do conceito de internos. A proposição pode ser amparada por discussão desenvolvida em recente artigo em que se comparam os mecanismos de governança de empresas com controladores e sem controladores. Bebchuck e Hamdani (2009) argumentam que:

dada a natureza do problema de agência em companhias com acionistas controladores, as medidas que aumentam a aderência do CA às preferências dos acionistas majoritários exacerbam... o risco de oportunismo do controlador. Assim, em companhias com acionistas controladores, dado os acionistas majoritários terem mais poder *vis-à-vis* o CA, este operaria para enfraquecer... a proteção aos investidores externos. (BEBCHUCK; HAMDANI, 2009, p. 34)

Com esse raciocínio em mente, um indicador foi criado no qual o valor zero foi atribuído aos administradores que são conselheiros independentes²⁰. Aos conselheiros acionistas minoritários ou seus representantes (ou ainda aqueles representantes de trabalhadores) foi atribuído um ponto considerando-se que as duas categorias também não usufruem do mesmo poder que aqueles controladores, mas podem ter maior endogenia devido aos interesses relativos à propriedade ou ao emprego. Foram atribuídos dois pontos para administradores considerados internos (executivos) ou administradores (conselheiros ou executivos) relacionados com os controladores. Caracterizando-se o nível máximo de endogenia, três pontos foram atribuídos para aqueles que se encaixassem nas duas categorias. Nos casos em que o conselheiro apresentava mais de uma classificação, foi considerada a classificação de maior endogenia. No Quadro 7 apresenta-se a composição do índice de endogenia/exogenia dos administradores²¹.

Quadro 7 - Indicador de endogeneidade/exogeneidade dos administradores de acordo com o tipo estabelecido por cargos e relacionamentos.

Pontos	TIPO	Categorias de um mesmo conselheiro	
0	EXTERNO	Somente Conselheiro Independente	Totalmente exógeno
1		Minoritário ou Representante de trabalhadores	
2	INTERNO	Somente Controlador (exclusive executivos)	
2		Somente Executivo (exclusive controladores)	
3		Executivo e Controlador simultaneamente	Totalmente endógeno

A Figura 3 ilustra a posição do conselheiro quanto à sua endogenia/exogenia;

²⁰ 3ª edição Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa IBGC (2004), Seção 2.12.

²¹ O código do IBGC considera os minoritários como conselheiros independentes. Para este indicador, buscou-se além da questão de independência graduar o nível de endogenia, partindo-se da premissa de que um conselheiro minoritário ou um representante de trabalhadores teriam maior grau de endogenia, por serem beneficiários de alguma forma de seus resultados, e não apenas pelo fato de serem conselheiros. Nessa medida, estes dois grupos foram diferenciados do conselheiro independente que não tem, num primeiro momento, nenhum interesse particular na empresa, que não seja aquele relativo a sua posição de conselheiro.



Figura 3 – Endogenia/Exogenia dos Conselheiros

o Estrutura de Propriedade

As variáveis relativas à estrutura de propriedade foram construídas considerando-se o modelo definido por Leal e Carvalhal-da-Silva (2007):

- percentual de ações ordinárias possuídas pelo maior acionista (1VDIR) em 2007;
- percentual total de ações (ordinárias e preferenciais) possuídas pelo maior acionista (1TDIR) em 2007;
- diferença entre o percentual de ações ordinárias e o total de ações (ordinárias e preferenciais) possuídas pelo maior acionista (capital com voto menos capital total) (1WEDGE) em 2007;
- percentual de ações ordinárias possuídas pelos três maiores acionistas(3VDIR) em 2007;
- percentual total de ações (ordinárias e preferenciais) possuídas pelos três maiores acionistas (3TDIR) em 2007;
- diferença entre o percentual de ações ordinárias e o total de ações (ordinárias e preferenciais) possuídas pelos três maiores acionistas (capital com voto menos capital total) (3WEDGE) em 2007;

- Adicionalmente, visando captar os efeitos temporais, calculou-se:
- percentual de ações ordinárias possuídas pelo maior acionista (1VDIR) em 2007;
- percentual total de ações (ordinárias e preferenciais) possuídas pelo maior acionista (1TDIR) em 2007;
- diferença entre o percentual de ações ordinárias e o total de ações (ordinárias e preferenciais) possuídas pelo maior acionista (capital com voto menos capital total) (1WEDGE) em 2007;
- variação do percentual de ações ordinárias possuídas pelos 3 maiores acionistas entre 2002 e 2007 (VAR3VDIR);
- variação do percentual de ações totais (ordinárias e preferenciais) possuídas pelos 3 maiores acionistas entre 2002 e 2007 (VAR3TDIR);
- variação da diferença entre o percentual de ações ordinárias e o total de ações (ordinárias e preferenciais) possuídas pelos três maiores acionistas (capital com voto menos capital total) entre 2002 e 2007 (VAR3WEDGE).

○ **Tipo do acionista controlador**

A identificação do acionista controlador foi feita a partir de quatro diferentes tipos: estrangeiro, bloco de controle, familiar, estatal. Foram considerados no modelo de análise as seguintes variáveis:

- acionista Controlador do tipo familiar em 2007 (FAM);
- acionista Controlador do tipo estatal em 2007 (EE);
- acionista Controlador do tipo bloco de controle em 2007 (BC);
- acionista Controlador estrangeiro em 2007 (EST);
- empresas que não se enquadraram na classificação (N/A).

Adicionalmente, visando capturar as variações ao longo do tempo para cada uma das variáveis acima, calculou-se o número de vezes que ocorreram mudanças do tipo de acionista controlador no período de 1998 a 2007.

- variação na situação de Acionista Controlador do tipo familiar entre 1998 e 2007 (VARFAM);
- variação na situação de Acionista Controlador do tipo estatal entre 1998 e 2007 (VAREE);
- variação na situação de Variação na situação de Acionista Controlador do tipo -bloco de controle entre 1998 e 2007 (VARBC);
- variação na situação de Acionista Controlador estrangeiro entre 1998 e 2007 (VAREST).

○ **Investidor Institucional**

Foi mensurado o percentual do total de ações (ordinárias e preferenciais) em posse de investidores institucionais que detêm mais de 5% do total de ações de acordo com seu tipo. As variáveis observadas foram:

- participação relativa do investidor institucional, do tipo Fundo de Investimento, no total das ações (INSTII_FI);
- participação relativa do investidor institucional, do tipo Fundo de Pensão, no total das ações (INSTII_FP);
- participação relativa do investidor institucional, do tipo Seguradoras, no total das ações (INSTII_SE);
- participação relativa do investidor institucional, do tipo Banco de Desenvolvimento, no total das ações (INSTII_BD).
- A investigação também buscou aferir se a permanência dos investidores através dos anos poderia ter alguma relação com o papel do CA ou, ainda, com seu estilo de atuação. Visando capturar as variações ao longo do tempo para cada uma das variáveis acima, calculou-se a variação na participação de 1998 a 2007:

- variação na participação do investidor institucional, do tipo Fundo de Investimento (VARINSTII_FI);
- variação na participação do investidor institucional, do tipo Fundo de Pensão (VARINSTII_FP);
- variação na participação do investidor institucional, do tipo Seguradoras (VARINSTII_SE);
- variação na participação do investidor institucional, do tipo Banco de Desenvolvimento (VARINSTII_BD).

- **Listagem**

Em vários estudos tem-se observado que a qualidade de governança da firma está positivamente associada à adesão voluntária a padrões mais estritos de governança, como no caso das empresas arroladas nos segmentos especiais de listagem Nível 2 e Novo Mercado na Bovespa e daquelas que emitem *American Depositary Receipts (ADRs)*. (SILVEIRA, 2004; LEAL; CARVALHAL-DA-SILVA, 2007; SILVEIRA *et al.*, 2007; KPMG; CEG, 2008; CARVALHO; PENACCHI, 2005). Na maioria dos casos, os autores observam a qualidade da governança pela adesão voluntária às práticas expressas no contrato de adesão voluntária aos segmentos especiais de listagem no caso brasileiro e a aderência (*compliance*) às regras mandatórias para listagem na bolsa estadunidense.

Como as práticas de governança em relação ao CA e seus comitês podem ser bastante diferenciadas dependendo do segmento de listagem como evidenciado na pesquisa de KPMG e CEG (2008), esta pesquisa usou as seguintes variáveis *dummy*:

- participação no segmento de listagem especial Nível 2 da Bovespa (N2);
- participação no segmento de listagem especial do Novo Mercado da Bovespa (NM);
- participação no programa de ADR Níveis 2 e 3 na Bolsa de Nova Iorque- NYSE (ADR23).

- **Tamanho**

O tamanho da empresa foi observado com base no valor contábil de seus ativos em 2007.

○ **Setor**

O setor de atividade foi definido de acordo com classificação da Económica. Embora a classificação da Económica apresente 20 setores, apenas 12 estavam representados na amostra. Ver Apêndice 3 para a lista dos setores e classificação como variável.

No Quadro 8 resumem-se as variáveis independentes consideradas neste projeto.

Quadro 8 - Sumário das variáveis independentes e definições operacionais

#	Código	Nome da variável	Definição operacional
1	IGCCONS*	Índice de Governança Corporativa - Conselho de Administração	Subíndice do IGC (Índice de Governança Corporativa) proposto por Leal e Carvalho-da-Silva (2007), baseado em questões binárias. O sub-índice contém 5 questões relacionadas com estrutura do Conselho de Administração variando de 0 a 5
2	Estrutura do CA	N.º conselheiros	Quantidade de membros do Conselho (Q1.1)
		Tipos de administradores	Classificação de tipos de administradores: controlador, minoritário e independente, executivo (Q2.1)
		Comitês relacionados com o papel de controle ou direcionamento	Comitês relacionados com o papel de controle ou direcionamento (Q1.8a)
3	Estilo	Questionário 2, perguntas: 2.3; 2.5.1; 2.5.2	Participa/Ratifica Ativo/Passivo Independente/Dependente
4	Nível Decisório	Questionário 2, perguntas: 2.5.3; 2.5.4; 2.5.5	Deliberativo/Consultivo Relevante/Irrelevante Delibera efetivamente/Cumpre requisito legal
5	Concentração do Poder	Classificação	Não concentrado; Levemente concentrado; Concentrado; Altamente concentrado
6	Endogenia/ Exogenia	Classificação Interno/Externo	<ul style="list-style-type: none"> • Interno - Somente Conselheiro Independente; Minoritário e Representante de trabalhadores

#	Código	Nome da variável	Definição operacional
			<ul style="list-style-type: none"> Externo - Somente Controlador (exclusive executivos); Somente Executivo (exclusive controladores); Executivo e Controlador simultaneamente
7	Funcionamento	Reuniões Questionário 1, pergunta 1.6	Número de reuniões (Q1.6)
8	1VDIR*	Direitos de controle do maior acionista	Percentual de ações ordinárias em posse do maior acionista
9	1TDIR*	Direitos de controle do maior acionista	Percentual de ações ordinárias em posse do maior acionista
10	3VDIR*	Direitos de controle dos três maiores acionistas	Percentual de ações ordinárias em posse dos três maiores acionistas
11	3TDIR*	Direitos de fluxo de caixa dos três maiores acionistas	Percentual total de ações (ordinárias e preferenciais) em posse dos três maiores acionistas
12	WEDGE1*	Diferença entre direitos de controle e direitos de fluxo de caixa do maior acionista	Diferença entre percentual de ações ordinárias e total de ações (ordinárias e preferenciais) em posse do maior acionista (capital com voto menos capital total)
13	WEDGE3*	Diferença entre direitos de controle e direitos de fluxo de caixa dos três maiores acionistas	Diferença entre percentual de ações ordinárias e total de ações (ordinárias e preferenciais) em posse dos três maiores acionistas (capital com voto menos capital total)
14	VAR1VDIR	Variação do percentual de ações ordinárias em posse do maior acionista entre 2002 e 2007	Diferença entre o percentual de ações ordinárias em posse do maior acionista entre 2002 e 2007
15	VAR1TDIR	Variação do percentual de ações totais (ordinárias e preferenciais) em posse do maior acionista entre 2002 e 2007	Diferença entre o percentual de ações totais (ordinárias e preferenciais) em posse do maior acionista entre 2002 e 2007
16	VAR1WEDGE	Variação da diferença entre o percentual de ações ordinárias e o total de ações (ordinárias e preferenciais) em posse do maior acionista (capital com voto menos	Diferença entre o resultado da diferença entre o percentual de ações ordinárias e o total de ações (ordinárias e preferenciais) em posse do maior acionista (capital com voto menos capital total) entre 2002 e

#	Código	Nome da variável	Definição operacional
		capital total) entre 2002 e 2007	2007
17	VAR3VDIR	Variação do percentual de ações ordinárias em posse dos 3 maiores acionistas entre 2002 e 2007	Diferença entre o percentual de ações ordinárias em posse dos 3 maiores acionistas entre 2002 e 2007
18	VAR3TDIR	Variação do percentual de ações totais (ordinárias e preferenciais) em posse dos 3 maiores acionistas entre 2002 e 2007	Diferença entre percentual de ações totais (ordinárias e preferenciais) em posse dos 3 maiores acionistas entre 2002 e 2007
19	VAR3WEDGE	Variação da diferença entre o percentual de ações ordinárias e o total de ações (ordinárias e preferenciais) em posse dos três maiores acionistas (capital com voto menos capital total) entre 2002 e 2007	Diferença entre o resultado da diferença entre o percentual de ações ordinárias e o total de ações (ordinárias e preferenciais) em posse dos três maiores acionistas (capital com voto menos capital total) entre 2002 e 2007
20	TIPO*	Tipo acionista controlador	Quatro variáveis <i>dummy</i> identificando o tipo de acionista controlador: TIPO1=Propriedade estrangeira (EST); TIPO2= bloco de controle (BC); TIPO3=familiar (FAM); TIPO4=estatal (EE); Empresas que não se enquadraram na classificação (N/A).
21	VARTIPO	Variação na situação de Acionista Controlador do tipo familiar; Variação na situação de Acionista Controlador do tipo estatal; Variação na situação de Acionista Controlador do tipo - bloco de controle; Variação na situação de Acionista Controlador estrangeiro, todos entre 1998 e 2007	<ul style="list-style-type: none"> • VARFAM; • VAREE; • VARBC; • VAREST.
22	INSTII	Participação de acionistas institucionais	Percentual de ações de investidores institucionais que detêm acima de 5% do total de ações (ordinárias e preferenciais): <ul style="list-style-type: none"> • INSTII_FI – Fundo de Investimento;

#	Código	Nome da variável	Definição operacional
			<ul style="list-style-type: none"> • INSTII_FP - Fundo de Pensão; • INSTII_SE - Seguradoras; • INSTII_BD - Banco de Desenvolvimento
23	VARINSTII	<p>Varição na participação do investidor institucional, do tipo Fundo de Investimento;</p> <p>Varição na participação do investidor institucional, do tipo Fundo de Pensão;</p> <p>Varição na participação do investidor institucional, do tipo Seguradoras;</p> <p>Varição na participação do investidor institucional, do tipo Banco de Desenvolvimento</p>	<ul style="list-style-type: none"> • VARINSTII_FI; • VARINSTII_FP; • VARINSTII_SE; • VARINSTII_BD;
24	N2*	Participação nos segmentos de listagem especiais Nível 2 da Bovespa	Variável <i>dummy</i> igual a 1 se a empresa for listada no segmento Nível 2 de GC da Bovespa
25	NM*	Participação nos segmentos de listagem especiais Novo Mercado da Bovespa	Variável <i>dummy</i> igual a 1 se a empresa for listada no segmento Novo Mercado de GC da Bovespa
26	ADR23*	Participação no Programa de ADR Nível 2 ou 3	Variável <i>dummy</i> igual a 1 se a empresa emitir ADRs Nível 2 ou Nível 3 na Bolsa de Nova Iorque
27	TAM*	Tamanho da empresa	Logaritmo natural do valor contábil dos ativos totais em milhares de reais no final de cada ano estudado
28	SET*	Setor de atividade da empresa	12 categorias ²² em classificação definida pela ECONOMÁTICA, num total de vinte, seis das quais não representadas na amostra

*Estas variáveis estão inclusas no modelo desenhado por Leal e Carvalhal-da-Silva (2007), sendo que as demais serão pesquisadas neste estudo. No caso da variável IGCCONS, o modelo considerou apenas cinco das seis questões utilizadas por aqueles pesquisadores, assumindo que a simples existência de um Conselho Fiscal

²² A lista completa está no Apêndice 3.

instalado poderia por si só não estar associado a boas práticas de governança e, mesmo quando fosse o caso, este indicador poderia não estar necessariamente associado às práticas do CA.

3.5 Modelo de Pesquisa

Na Figura 4 mostra-se o modelo de pesquisa.

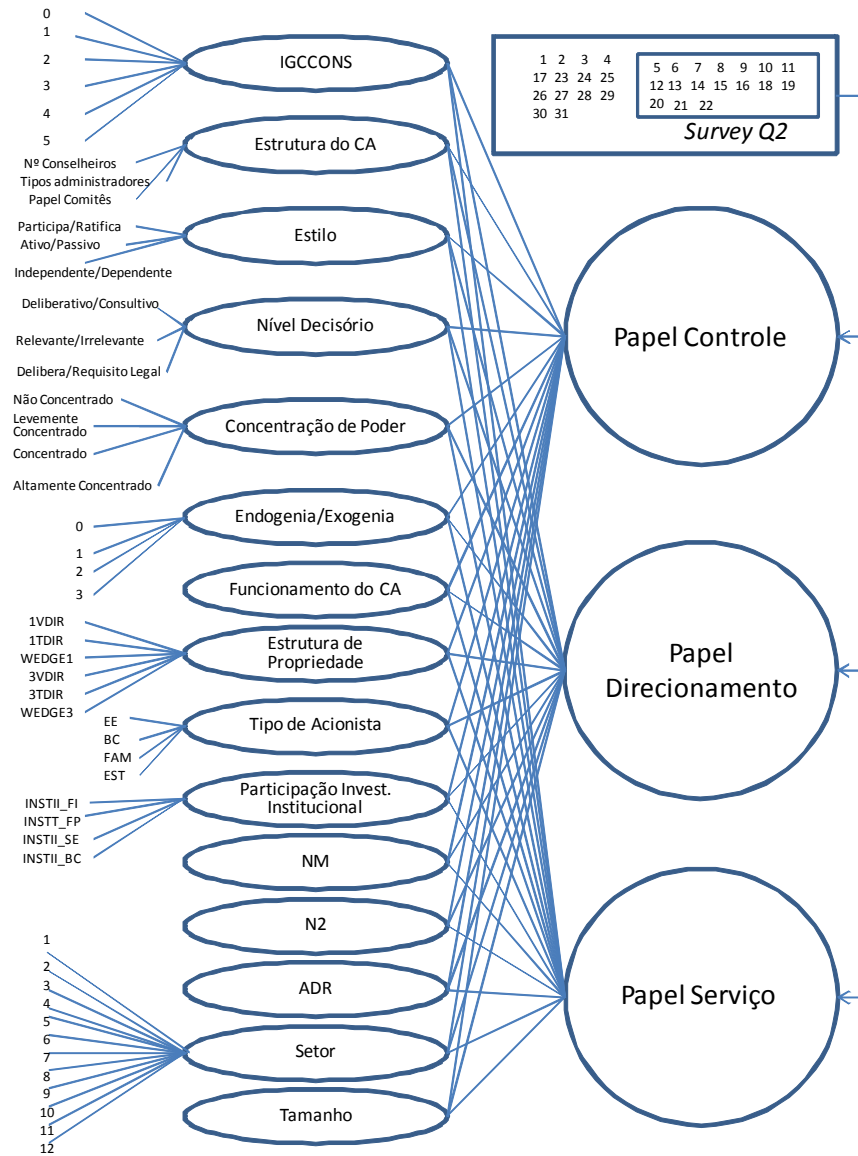


Figura 4 - Modelo conceitual de pesquisa

3.6 Definição do universo de pesquisa

A pesquisa tem como universo as empresas financeiras e não financeiras listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa), nos segmentos tradicional, Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado, que totalizaram 449 empresas em dezembro de 2007.

3.7 Definição da amostra

Este estudo utiliza uma amostra não-probabilística por conveniência, composta pelas empresas listadas na BM&FBOVESPA correspondentes a diversos setores de atividade e estrutura acionárias.

Após o envio dos questionários para todas as empresas constantes do universo de análise, foram obtidas respostas do questionário 1 de 65 empresas e do questionário 2 de 122 administradores. Buscando um conjunto comum entre os respondentes dos dois questionários, verificou-se um total de 102 observações. Assim, nas análises descritivas relativas às questões relacionadas exclusivamente às empresas, será utilizada a amostra de 65 empresas, ao passo que para as questões envolvendo apenas questões relativas aos administradores, a amostra de 122 respondentes será avaliada. Para a análise dos modelos estatísticos envolvendo questões relativas aos dois questionários, o tamanho final da amostra será de 88 observações.

Visando contemplar informações referentes à estrutura acionária, foram consideradas informações secundárias referentes ao período de 1998 a 2007 destas empresas respondentes. Tendo em vista o maior relacionamento das questões relativas aos atuais papéis do CAs com a estrutura acionária mais recente, adotaram-se os dados referentes a 2007 como uma medida da atual estrutura, sendo os valores passados utilizados para o cálculo de indicadores do grau de variabilidade desta estrutura ao longo do tempo.

Adicionalmente, com o propósito de verificar-se um eventual comportamento diferenciado das empresas listadas em segmentos especiais foram observados isoladamente dois subconjuntos de empresas, que será chamado de grupos de referência:

- i. as empresas listadas na Bovespa que também emitem *ADRs* na Bolsa de Nova Iorque, num total de 32 empresas em setembro de 2008;
- ii. as empresas listadas nos segmentos especiais de listagem com governança corporativa superior à prevista em Lei dos Níveis 2 e Novo Mercado, num total de 120 empresas em julho de 2008;

3.8 Estratégia de coleta de dados

3.8.1 Dados Primários

O método *survey* foi aplicado com questionários enviados por interface web e pelo correio de 15.09.2008 a 12.12.2008 em duas instâncias.

Na primeira, um questionário foi enviado para a área de Relação com Investidores ou para o Secretário do Conselho de Administração, buscando-se dados que configurem os atributos da empresa e do conselho.

Na segunda, foi enviado um questionário para investigação do entendimento a respeito das atividades do CA, sobre a natureza de sua atuação quanto à independência e atividade/passividade, e ainda sobre a relevância do órgão no processo decisório. O questionário destinou-se aos seguintes respondentes da empresa: (i) presidente de conselho; (ii) conselheiro; (iii) presidente executivo ou executivo(a) principal da empresa (CEO); (iv) executivo(a) que se reporta ao executivo(a) principal da empresa (CEO).

Visando avaliar-se o perfeito entendimento das questões, bem como testar a correta captação das informações pela interface por web, foi realizado um pré-teste dos instrumentos com um grupo de profissionais selecionado de forma aleatória. O resultado dessa verificação foi considerado para a realização de aperfeiçoamentos nos instrumentos.

Para prevenir o viés decorrente da preocupação com a autoimagem dos informantes, assegurou-se o sigilo sobre a identidade dos respondentes e da empresa, além de, na abordagem, se usarem vários participantes categorizados e informados que veem o processo estudado de diversas perspectivas. Quanto aos conselheiros que estão na categoria

representante de acionista minoritário, na pesquisa observaram-se os seguintes subtipos: (i) representante do acionista minoritário com direito a voto (portadores de ações ordinárias); (ii) representante de acionista minoritário sem direito a voto (portadores de ações preferenciais); (iii) representante de acionistas minoritários com e sem direito a voto (eleitos como resultado de acionistas com direito a voto e sem direito a voto que agregarem seus votos para atingir o percentual para nomear um conselheiro, como previsto no artigo 141 da Lei 6.404/76²³.

A utilização desses subtipos visa captar aspectos condicionantes como previstos no modelo conceitual desta pesquisa, relacionados com a presença de investidores institucionais entre os acionistas com mais de 5% das ações.

Com o intuito de avaliar a consistência entre as respostas, o questionário apresentou indagações assemelhadas associadas a contextos distintos e localizou-as em outro bloco do questionário. A propósito, em muitos casos a ordem das questões foi propositalmente diferente da ordem que compõe as variáveis dos indicadores, para se minimizar a possibilidade de respostas automáticas e com o propósito de se identificarem possíveis incoerências.

3.8.2 Dados Secundários

A coleta de dados secundários foi feita nas bases de dados da Economática, BM&FBOVESPA e Sistema de Divulgação Externa (DIVEXT) da CVM, tendo como base o modelo elaborado pelos pesquisadores Ricardo Leal e Andre Luiz Carvalhal-da-Silva. De forma análoga a esses pesquisadores, na presente pesquisa usam-se informações de 1998 a 2007 coletadas por eles para um conjunto de indicadores. Contudo, em decorrência do reduzido número de observações obtidas na pesquisa de campo, foi necessária a criação de

²³ No *caput* do Artigo 141, sobre voto múltiplo, a lei prevê que os acionistas que representem 10% do capital social podem demandar o voto múltiplo que permite cumular seus votos em um candidato. Outra possibilidade de representação no CA dá-se pelas ações com direito a voto, que representem pelo menos 15% (quinze por cento) do total das ações com direito a voto. Outra possibilidade ainda concentra-se em ações preferenciais sem direito a voto que representem, no mínimo, 10% (dez por cento) do capital social. Se aqueles com direito a voto, nem os titulares de ações sem direito a voto (preferenciais) obtiverem o *quorum* exigido, uma outra opção se apresenta: agregar as ações com e sem direito a voto, para juntos formarem 10% do capital social e poderem eleger em conjunto um membro para o CA e seu suplente.

medidas-resumo para cada um desses indicadores, como forma de se reduzir o número de parâmetros a serem estimados²⁴.

Outras bases de dados secundárias foram utilizadas com propósitos distintos:

- i. informações sobre o Conselho de Administração das empresas: websites das empresas;
- ii. composição do grupo de referência composto pelas empresas com emissão de ADRs: Economática; NYSE; InfoInvest; Bank of New York, www.adrbny.com; Citibank, www.citissb.com/adr/www/brokers/index.htm; Deutsche Bank, www.adr.db.com; JP Morgan, www.adr.com;
- iii. composição do grupo de referência composto pelas empresas listadas no Nível 2 e Novo Mercado: BM&FBOVESPA, www.bovespa.com.br;
- iv. dados sobre os investidores institucionais com mais de 5% das ações das empresas estudadas: BM&FBOVESPA; CVM, Associação dos Investidores no Mercado de Capitais (AMEC), ANDIB – Associação Nacional dos Bancos de Investimentos e website das empresas;
- v. informações sobre práticas de governança no Brasil e no exterior: Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC); International Finance Corporation (IFC); Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE); Global Corporate Governance Forum (GCGF); ICGN (International Corporate Governance Network).

No Quadro 9 apresenta-se um resumo dos sistemas de informação utilizados.

Quadro 9 - Resumo dos sistema de informações utilizados

Sistema de Informações	Dados Coletados
Base de Dados Leal e Carvalho-da-Silva	- subíndice do IGC (Índice de Governança Corporativa) - % de ações ordinárias maior acionista - % do total de ações maior acionista

²⁴ Para as variáveis 1VDIR, 1TDIR, 1WEDGE, 3VDIR, 3TDIR e 3WEDGE, em virtude do número elevado de dados ausentes, optou-se pela utilização apenas do período entre 2002 a 2007. Para as demais variáveis (FAM, SOE, SBH, FOR, INSTII_FI, INSTII_FP, INSTII_SE e INSTII_BD), utilizou-se o período completo de 1998 a 2007. Para a variável do IGCCONS, também em virtude do número de dados ausentes, optou-se pela utilização apenas do período de 2006 a 2007. Para as variáveis de tamanho (TAM) foram utilizadas apenas as informações de 2007.

	<ul style="list-style-type: none"> - % de ações ordinárias 3 maiores acionistas - % do total de ações 3 maiores acionistas - diferença entre percentual de ações ordinárias e total de ações maior acionista - diferença entre percentual de ações ordinárias e total de ações 3 maiores acionistas - tipo acionista
Website empresas	- dados sobre Conselho de Administração
Bovespa, CVM, AMEC, ANBID	- dados investidores institucionais
Bovespa	- empresas listadas Nível 2 e Novo Mercado
Economática, NYSE, Bank of New York, Citibank, Deutsche Bank, JP Morgan	- empresas com emissão de ADR
Economática	<ul style="list-style-type: none"> - tamanho - setor
IBGC, IFC, OCDE, GCGF, ICGN	- informações sobre práticas de governança no Brasil e no exterior

3.9 Técnicas de tratamento de dados

Inicialmente a pesquisa tratou os dados advindos da aplicação da *survey*, eliminando as respostas parciais ou inconsistentes.

Em seguida foram selecionados os dados para a construção das variáveis independentes de acordo com modelo de Leal e Carvalhal-da-Silva (2007), além dos levantados neste projeto relacionados com a participação de investidores institucionais na estrutura acionária. No mesmo período foram levantados os demais dados secundários. Foram utilizados os cinco grupos de fontes de dados secundários listados na seção anterior.

Após a coleta de todos os dados e de operacionalizadas as variáveis, foram feitas as análises descritivas dos dados primários e, em seguida, a análise por meio do modelo de equações estruturais, relacionando-se os dados primários e secundários. Posteriormente, em virtude dos resultados obtidos, foram aplicadas as técnicas de análise fatorial e modelos de equações

simultâneas para a construção dos indicadores dos papéis do CAs e a identificação das variáveis relacionadas com elas.

3.10 Análises Estatísticas

Adicionalmente à distribuição de frequência de cada uma das variáveis constante nos questionários, foram realizados testes para a verificação de associação entre cada uma das variáveis de opinião sobre as atividades que o CA realiza e outras variáveis independentes como o fato de o presidente do CA ser familiar, se o presidente executivo é familiar, a existência de regimento interno, entre outras. Foram utilizados o teste exato de Fisher e o teste Qui-quadrado, conforme o número de categorias das variáveis analisadas. Visando-se comparar o número médio de comitês segundo essas mesmas variáveis independentes, utilizou-se o Teste t de Student. O nível de significância adotado foi de 5%.

Para a execução das análises estatísticas descritivas e da análise fatorial foi utilizado o software *SPSS 13.0 for Windows (Statistical Package for Social Sciences 13.0, 2004)*

Para o ajuste do modelo de equações estruturais, foi utilizada a *procedure CALIS* do software SAS versão 9.1.3, 2008.

Para o ajuste do modelo de equações simultâneas, foi utilizado o software STATA, versão 10.0, 2007.

3.11 Modelo de Equações Estruturais

Oriundos de meados da década de 1980 da área de ciências sociais, os Modelos de Equações Estruturais (*Structural Equation Modeling - SEM*) constituem uma metodologia que visa possibilitar a avaliação de relações complexas, diferentemente dos modelos tradicionais de regressão que, de forma geral, tentam identificar o efeito de diversas variáveis sobre apenas uma variável dependente. Os Modelos de Equações Estruturais permitem não apenas examinar as relações entre as variáveis, como também especificar noções *a priori* a partir dos

construtos teóricos, sobre a estrutura dos fatores, bem como de suas interrelações. Para Hair *et al.* (1998) esta técnica é a mais eficiente para estimar simultaneamente uma série de equações de regressão múltipla. Assim, é possível a realização de avaliações estatísticas para se determinar se os dados das amostras são consistentes com as restrições impostas, ou seja, se os dados confirmam o modelo gerado de acordo com o conhecimento produzido anteriormente, além de se verificar a adequação do ajuste do modelo proposto.

O benefício do método para esta pesquisa, que pela primeira vez explora as atividades de um CA em empresas brasileiras e busca confirmar sua relação com os papéis do órgão, está em ele fornecer um caminho para lidar com múltiplas relações simultaneamente, ao mesmo tempo que oferece eficiência estatística (HAIR *et al.*, 2005). Dessa forma, as distintas práticas recomendadas nos documentos de referência de mercado, entre outras variáveis, podem ser associadas com os modelos teóricos sobre os papéis do CA.

3.11.1 Desenvolvimento do modelo teórico e diagrama de caminhos

Por esta pesquisa assumir os pressupostos de que uma abordagem multiteórica poderá captar melhor a complexidade da dimensão da governança e que os papéis do CA descritos na literatura não são sempre comparáveis entre os estudos como descrito na Seção 1.8, coube à pesquisadora definir o modelo teórico final com base nos vários modelos teóricos considerados. Nessa etapa foram estabelecidos os construtos²⁵ relativos aos papéis do CA (controle, direcionamento e serviço) a fim de testar sua relação com as demais variáveis. O modelo poderia então estimar a magnitude das associações e igualmente conferir consistência aos dados. Embora esta pesquisa tenha caráter exploratório, o uso da SEM teve a motivação adicional à observação das possíveis relações entre distintas variáveis a de confirmar o modelo teórico definido. Como ressalta Hair *et al.* (2005, p. 492), quando usado em fins exploratórios, a modelagem apresenta alta probabilidade de o pesquisador “pescar” e identificar relações que têm pouca generalização, adicionando relações específicas aos dados amostrais em estudo.

²⁵ Construto é um conceito definido teoricamente pelo pesquisador. O construto não pode ser medido sobre um único elemento nem sem erro de mensuração quando deverá, então, ser medido por indicadores (HAIR *et al.*, 2005). As variáveis observáveis ou manifestas são os indicadores que compõem um construto.

Para o desenvolvimento do modelo teórico, as variáveis latentes²⁶ e as observadas foram incorporadas ao modelo como se explicam na Seção 3.4 e detalhadas no Quadro 8. As atividades associadas aos papéis descritos na literatura foram selecionadas dessa mesma literatura²⁷ e adicionadas ou ajustadas às práticas recomendadas tanto pela Lei das Sociedades por Ações (1976) como pelo Código do IBGC (2004) como se detalha no Quadro 4.

De acordo com os estágios para modelagem descritos por Hair *et al.* (2005), foram definidos construtos e suas possíveis relações posicionadas num diagrama de caminhos que, em seguida, foi convertido não só com a especificação do modelo de mensuração como também com a definição do número de indicadores e identificação de correlações entre construtos e indicadores.

O diagrama de caminhos é a maneira de representar o modelo de equações estruturais e segue as seguintes convenções: (i) os retângulos representam as variáveis observadas (mensuradas); (ii) as elipses, as variáveis latentes e os erros (elipses com a letra e); (iii) a seta com uma única ponta indica o caminho ou a relação de causa entre duas variáveis; (iv) a seta curva com duas pontas indica a correlação entre as duas variáveis sem estabelecer relação de causa e efeito.

3.11.2 Escolha da matriz de ingresso de dados e avaliação da identificação do modelo e de suas estimativas e qualidade de ajuste

No próximo estágio, uma matriz de covariância²⁸ foi escolhida para a entrada de dados, pela sua vantagem de permitir comparações entre amostras distintas – um requisito com base nos conjuntos de dados utilizados – o que não é possível, quando se utiliza a matriz de correlação (HAIR *et al.*, 2005).

²⁶ Uma variável latente não pode ser medida diretamente, mas pode sê-la por meio de indicadores (HAIR *et al.*, 2005). Nesta pesquisa, por exemplo, esses indicadores foram obtidos com base no entendimento dos respondentes sobre as atividades do CA, sobre outros elementos observáveis como quantidade de comitês, número de reuniões do CA, características da estrutura de propriedade, entre outros.

²⁷ Ver Quadro 2: Rótulos dos papéis do CA identificados na literatura, a qual apresenta uma súmula das atividades dos CAS associadas aos distintos rótulos atribuídos na literatura aos papéis do CA

²⁸ Medida absoluta do grau em que duas variáveis tendem a variar conjuntamente. A noção implícita a esse conceito é similar ao de correlação, já que ambas avaliam a intensidade da associação entre duas variáveis. Uma matriz de covariâncias contém todas as variâncias e covariâncias das variáveis.

Foram verificados, então, os possíveis problemas de pesquisa entre os quais se destaca a limitação da amostra. Enquanto Hox e Bechger (1998) mencionam amostra que chamam de razoável em 200 observações, Hair *et al.* (2005) recomenda “algo em torno de 100 a 200” observações (p.485). Em ambos os casos, os autores relacionam a extensão da amostra com fatores que poderão impactar a importância de sua extensão. Hair *et al.* (2005) descreve quatro fatores: i) especificação do modelo; ii) tamanho do modelo; iii) desvios de normalidade e iv) procedimento de estimação.

Para fazer frente a esses fatores e avaliá-los *vis-à-vis* o tamanho amostral foram utilizadas medidas de qualidade de ajuste geral do modelo. Hair *et al.* (2005) descreve três tipos de medidas: i) índice de ajuste absoluto; ii) índice de ajustes incremental e iii) índice de ajuste de parcimônia. Foram utilizadas seis medidas de adequação dos três grupos.

Uma vez estimado os parâmetros do modelo, a matriz de covariância foi comparada com a matriz de covariância do modelo sem restrições, ou seja, o modelo saturado que reflete as correlações naturais dos dados sem imposição de nenhuma restrição. Sendo essas duas matrizes similares entre si, as relações postuladas no modelo que está sendo testado se aproximam do comportamento natural dos dados. Com isso, aquele modelo construído com base na teoria, cuja finalidade é a de traduzir o fenômeno investigado, poderia ser considerado plausível para as relações entre as variáveis (LIMA, 2005).

Essa comparação entre as matrizes de covariância pode ser feita com base nas diferenças (resíduos) entre seus elementos. A avaliação foi feita pelo teste de Qui-quadrado²⁹. Por ele, quando as duas matrizes são iguais e o modelo plausível, espera-se que a hipótese não seja rejeitada.

Foi utilizado o procedimento de estimação de máxima verossimilhança (MLE) que tem fornecido resultados válidos para amostras tão pequenas quanto as de 50 casos³⁰ (HAIR *et al.*, 2005, p. 485). A estimação por MLE apresenta também as seguintes propriedades para os estimadores: assintoticamente não viciado, consistente, eficiente e normalmente distribuídos (BOLLEN, 1989).

²⁹ Teste de hipóteses que busca encontrar um valor da dispersão para duas variáveis qualitativas nominais avaliando a associação existente.

³⁰ Hair *et al.* (2005) alerta, todavia, que extensão tão pequena não é recomendada.

A desvantagem de MLE está em que as observações devem apresentar uma distribuição normal multivariada e, na prática, isso nem sempre é possível. Outro método de estimação que não exige a normalidade dos dados é o ADF (Método Assintótico Isento de Pressupostos de Distribuição), mas esse método exige uma amostragem maior do que a desta pesquisa.

3.11.3 Estimação do modelo

Para se verificar a robustez dos resultados, recorreu-se ao processo de estimação *bootstrapping* que consiste na simulação de um determinado número de amostras de mesma extensão, com base na amostra original. Para cada amostra são calculadas as respectivas estimativas dos parâmetros do modelo e, como resultado, obtém-se uma distribuição para cada parâmetro, de tal modo que se possa fazer inferências a respeito delas. Assim, as estimativas não são mais calculadas com suposições estatísticas, mas baseadas em observações empíricas no processo repetido de reamostragem (HAIR *et al.*, 2005). Nesta pesquisa foram geradas 1.000 amostras com esse propósito.

3.12 Análise Fatorial

Nesta pesquisa, o modelo de equações simultâneas foi aplicado após a técnica multivariada de análise fatorial, buscando-se reduzir as informações contidas nas variáveis a um número menor de fatores, traduzindo-se o seu grau de correlação.

Com base na matriz de correlação de um conjunto de variáveis, a análise fatorial possibilita a obtenção de indicadores sintéticos ou fatores, que consistem numa combinação linear das variáveis originais e que as explicam e as sintetizam, além de serem independentes entre si.

Na Análise Fatorial algumas das variáveis foram excluídas da análise por não apresentarem correlação com as demais variáveis, indicando que estas já apresentam uma dimensão própria de análise e, portanto, não ser indicada a sua composição com as demais variáveis. Esta verificação é realizada por meio das comunalidades que expressam o quanto cada variável original é explicada pelos fatores. Em geral, assumem-se valores superiores a 0,7.

O método utilizado na Análise Fatorial desta pesquisa é o de Componentes Principais que não têm como pressuposto a normalidade multivariada dos dados. O número de fatores finais foi determinado pelo critério do autovalor igual ou superior a 1, pois valores inferiores a ele apontam fatores que explicam menos de uma variável (item) padronizada.

A interpretação dos fatores gerados é realizada sobre as cargas fatoriais que correspondem à correlação entre o item e o fator. Com base nos coeficientes dos escores fatoriais pode-se gerar os fatores multiplicando-se os coeficientes pelos respectivos itens padronizados (média zero e variância unitária).

O Quadro 4 mostrado na Seção 3.3 descreve as atividades do CA que fizeram parte do questionário submetido aos administradores e estão relacionadas com os papéis do CA mais largamente descritos na literatura³¹ e associa-as aos números das variáveis usadas neste modelo. A Análise Fatorial Exploratória foi utilizada para se avaliarem os três papéis do CA de forma independente identificando os itens mais associados a cada um deles.

3.13 Modelo de Equações Simultâneas

O Modelo de Equações Simultâneas é aquele que utiliza um sistema de equações para se estimar se há interdependência entre duas ou mais equações. Neste modelo, há “uma equação para cada uma das variáveis mútua ou conjuntamente independentes”, que nele são chamadas de variáveis endógenas. Já as “variáveis verdadeiramente não-estocásticas são chamadas de variáveis exógenas ou predeterminadas”. (GUJARATI, 2000. p.641). Nos modelos de regressão linear usualmente é apresentada uma única equação com uma variável de interesse (variável dependente) e várias variáveis explicativas consideradas exógenas (a influência dá-se exclusivamente das variáveis explicativas para a variável dependente). Entretanto muitas vezes o fenômeno analisado é mais complexo, de tal forma que uma variável não apenas sofre a influência de algumas variáveis como também influencia outras (variáveis endógenas); por isso, o fenômeno analisado passa a ser descrito por um conjunto de equações de regressão

³¹ A literatura sobre os rótulos atribuídos aos papéis do CA está resumida no Quadro 2 na Seção 2.7

que expressam as interrelações entre as variáveis endógenas e exógenas denominadas modelos de equações simultâneas.

Essas equações devem ser estimadas simultaneamente devido à dependência cruzada das variáveis dependentes que acarretam a violação da suposição de independência da parte aleatória dos modelos de regressão, conhecida como viés de simultaneidade que acarreta viés e inconsistência nos parâmetros estimados.

Uma forma de eliminar o viés de simultaneidade consiste em substituir a variável endógena por valores estimados que não sejam correlacionados com a parte aleatória do modelo. Esses valores estimados são obtidos no chamado primeiro estágio do modelo de regressão com variáveis instrumentais. Os parâmetros finais do modelo são obtidos numa segunda etapa de estimação do modelo de regressão que se utiliza das estimativas da etapa anterior. Esse processo é conhecido como Mínimos Quadrados de Dois Estágios.

A regressão SUR (*Seemingly unrelated regression*) estima um conjunto de equações de regressão quando não há problema de endogeneidade, porém a parte aleatória das equações pode estar correlacionada.

O sistema de equações simultâneas combina os Mínimos Quadrados de Dois Estágios e a regressão SUR para contornar o problema de viés das equações simultâneas e correlações cruzadas da parte aleatória das equações. Esse processo de estimação é conhecido como Mínimos Quadrados de Três Estágios.

3.14 Limitações

3.14.1 Limitações relativas ao tema estudado

Capturar todas as dimensões intervenientes e condicionantes do papel de um conselho e que ainda definam o nível de sua influência em dada empresa é tarefa intrincada. Uma das limitações é a questão de acesso e confidencialidade como apontado por Leighton e Thain (1993 *apud* LEBLANC; SCHWARTZ, 2007). Os autores afirmam que há poucos aspectos dos negócios tão inacessíveis. Além da reserva e sigilo, a própria disponibilidade dos

respondentes é uma limitação, mesmo quando não resistem em participar. Por tratar-se do mais elevado nível de autoridade nas organizações, os participantes desta pesquisa têm usualmente restrições de agenda e essa limitação implica dois riscos para este projeto: (i) reduzir o questionário a ser aplicado comparativamente àqueles aplicados para outros níveis na empresa, limitando os aspectos estudados e (ii) dificultar o cumprimento do cronograma deste projeto de pesquisa.

Esse elemento, já esperado na pesquisa, foi ainda mais relevante tendo em vista que o período de campo foi coincidente com a eclosão do que vem denominando-se a maior crise financeira internacional desde a quebra da Bolsa de Nova Iorque em 1929. A pesquisa de campo foi realizada de 15 de setembro a 12 de dezembro de 2008; em 15 de setembro foi anunciada a quebra do banco Lehman Brothers, dando nova dimensão à crise.

Outro aspecto a ser considerado é que muito da literatura documenta fatos e relações empíricas, mas outra limitação é que o desenvolvimento da teoria formal foi limitado. (HERMALIN; WEISBACK, 2003). Leighton e Thain (1993 *apud* LEBLANC; SCHWARTZ, 2007, p. 845) sugerem que “conselhos são difíceis de estudar empírica e, portanto, teoricamente” e mencionam a ausência de um modelo para se entender como o conselho se comporta. Esse fato pode dificultar a observação proposta por esta pesquisa.

Outra limitação é derivada do fato de que a parte mais expressiva dos estudos empíricos foi realizada em países onde o mercado de capitais é mais maduro, sobre os quais as teorias foram desenvolvidas. Dessa forma, o conjunto de teorias utilizado poderá não se aplicar integralmente à realidade brasileira estudada.

3.14.2 Limitações relativas ao método de pesquisa

O primeiro fato a ser considerado está em que as respostas foram dadas espontaneamente pelos integrantes das empresas ou dos CAs, o que por si só representa uma limitação pois isso poderia ser um viés uma vez que apenas aqueles com práticas mais adequadas poderiam estar dispostos a ou interessados em responder. Os respondentes poderiam, ainda, querer demonstrar um nível de práticas de governança superior ao que realmente praticam. Outra

limitação advém do entendimento das perguntas e do conhecimento dos conceitos utilizados, apesar de ter sido realizado um pré-teste.

Outra limitação relativa ao método de pesquisa utilizado está em que não será possível fazer generalizações, pois a amostra poderá não representar todas as empresas listadas na Bovespa.

Do ponto de vista das análises estatísticas, o resultado que se obteve com esta pesquisa deverá ser considerado com precaução, pois mesmo o modelo econométrico mais sofisticado pode não assegurar inteiramente que todas as fontes de correlação espúria tenham sido adequadamente controladas, a despeito dos cuidados tomados.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1 Descrição das amostras de empresas e administradores respondentes

O Questionário 1 foi respondido por 65 empresas que representavam, em dezembro de 2007, 14,5% do universo de 449 então listadas na Bovespa. O Questionário 2 foi respondido por 122 administradores, que representam 3,00% do total de administradores nas empresas listadas.

As estatísticas descritivas consideram a totalidade de empresas e administradores respondentes. A seguir, os modelos estatísticos que buscaram relações entre as distintas variáveis independentes e os papéis do CA consideraram apenas o conjunto em comum de 44 empresas - representando 9,8% das empresas listadas - e 102 respondentes -representando 2,5% do total de administradores nas listadas e 14,7% das 44 empresas consideradas.

A Figuras 5 e 6 situam as duas amostras em seus universos.

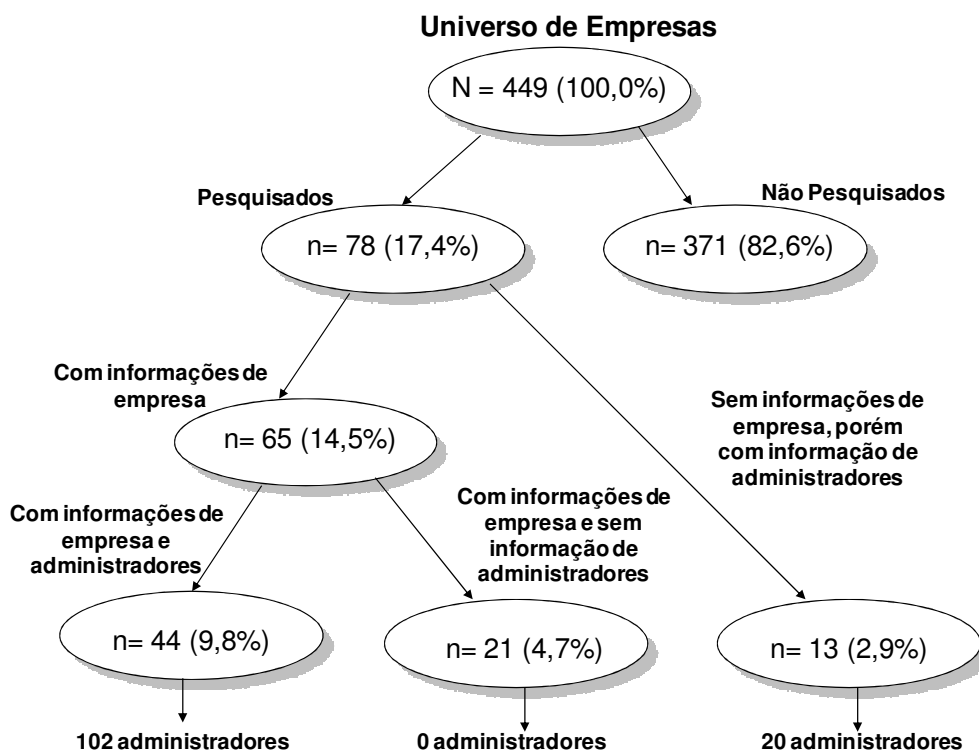


Figura 5 - Amostra de empresas respondentes

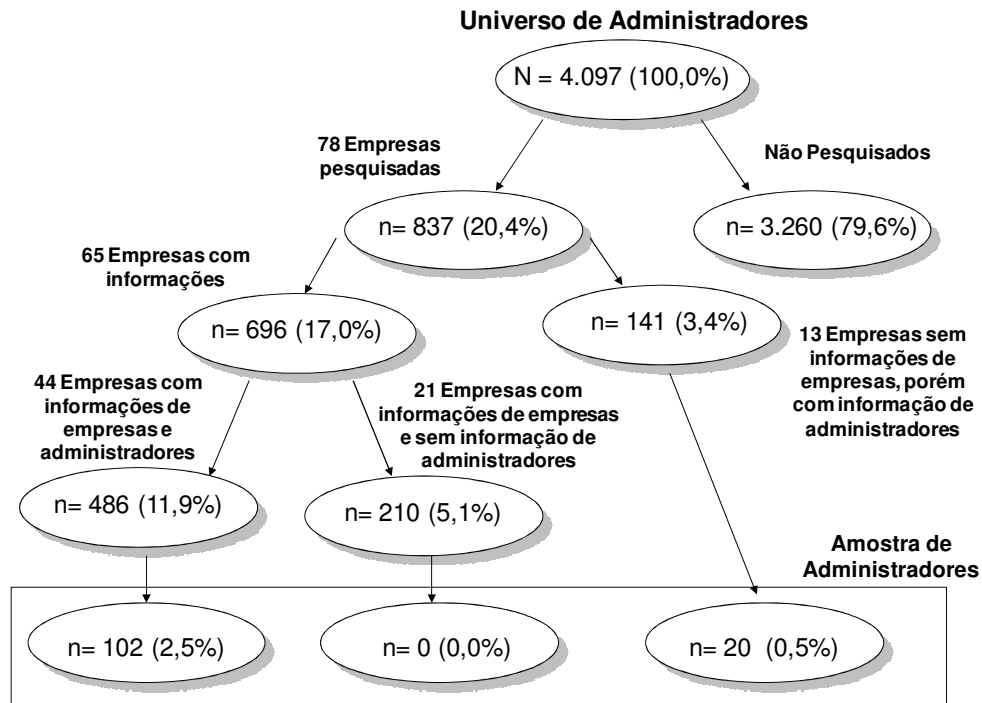


Figura 6 – Amostra de administradores respondentes

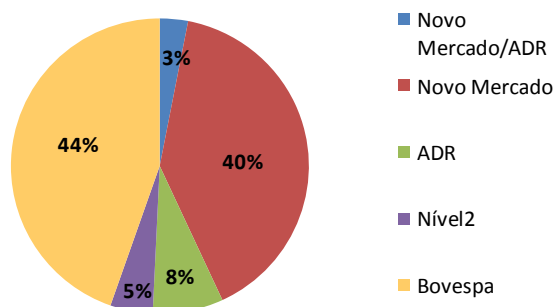
4.2 Estatísticas Descritivas – Empresas

O perfil das empresas respondentes de acordo com variáveis de interesse desta pesquisa pode ser visto na Tabela 1.

Tabela 1 - Distribuição da Amostra Empresas pela Estrutura de Propriedade³²

Estrutura de Propriedade		Empresas respondentes	%
		65	100,00
Tipo de acionista controlador	Estrangeiro	7	10,77
	Bloco de Controle	23	35,38
	Familiar	22	33,85
	Estatal	6	9,23
	N/A	7	10,77
Nível de concentração de propriedade	% de ações totais do maior acionistas (média)	44,35	
	% de ações totais dos três maiores acionistas (média)	62,2	
	% de ações totais dos investidores institucionais (média)	22,54	
Propriedade de Institucionais			

A preponderância de empresas controladas por um bloco de acionistas ou por acionistas de origem familiar, assim como o nível de concentração de propriedade existente na amostra poderá influenciar os resultados tendo em vista o maior envolvimento e consequente responsabilidade desses acionistas pelos caminhos escolhidos para a administração e governança da empresa. No Gráfico 1 mostra-se a distribuição das 65 empresas pelos diferentes segmentos de listagem na Bovespa e na Bolsa de Nova Iorque.

**Gráfico 1 - Distribuição das 65 empresas pelos diferentes segmentos de listagem na Bovespa e na Bolsa de Nova Iorque**

³² A classificação da estrutura de propriedade das empresas respondentes foi feita com base em dados secundários. Para guardar similaridade com a pesquisa de Silveira *et al.* (2007), nesta pesquisa usaram-se as mesmas categorias por tipo de acionista controlador, mas, para capturar o ainda tímido movimento de crescimento da dispersão acionária que registra o surgimento de companhias de controle pulverizado e o crescimento rápido das controladas por minoritários (Silveira, 2009), as empresas nessa categoria foram classificadas como N/A. O critério usado para classificação foi o mesmo de Silveira (2009): Empresa de estrutura acionária dispersa: três maiores acionistas com menos de 25% do total das ações votantes e estrutura acionária controlada por minoritários: três maiores acionistas entre 25% e 49,9% do total das ações votantes.

4.2.1 Composição do CA

Na Tabela 2 apresenta-se não apenas a média de conselheiros que integram o CA nas 65 empresas da amostra como também as medidas-resumo. Na Tabela 3 está a distribuição por faixas de número de conselheiros.

Tabela 2 – Tabela-resumo do número de conselheiros que integram o CA

	N.º
Total	65
Média	7,88
Mediana	7,00
Desvio-Padrão	2,99
Mínimo	3
Máximo	19

Fonte: Questionário de Empresa

Pergunta: Qual o número de conselheiros que integram o CA? (todos os membros, incluindo o presidente do CA)

Na Tabela 2, tanto a média de conselheiros como a mediana estão dentro do intervalo de 5 a 9 conselheiros, número recomendado pelo IBGC (2004). Os resultados obtidos são consistentes com estudos recentes. A média de 7,88 aqui verificada é pouco superior à de 6,8 encontrada por Black, Carvalho e Gorga (2008) numa amostra de 88 empresas, das quais 75% são empresas listadas na Bovespa e não nos segmentos especiais de listagem.

Tabela 3 - Distribuição de CA por quantidade de membros

Faixa de número. de conselheiros	N	%
Total	65	100,00
Até 4 conselheiros	2	3,10
De 5 a 9 conselheiros	51	78,50
10 ou mais conselheiros	12	18,50

Fonte: Questionário de Empresa

Pergunta: Qual o número de conselheiros que integram o CA? (todos os membros, incluindo o presidente do CA)

Na Tabela 3 verifica-se que 78,50% dos conselhos da amostra estão situados dentro da faixa entre 5 e 9 conselheiros. Os resultados são consistentes com a indicação de melhores práticas tanto do IBGC como da CVM.

O tamanho médio do CA identificado nesta pesquisa é consistente com pesquisa recente realizada pela KPMG e CEG (2008) - utilizando-se de dados secundários que comparam uma amostra aleatória de 100 empresas dentre as 450 da Bovespa em 2007, 100 empresas listadas no Novo Mercado e 33 emissoras de ADR 2 e 3. As médias encontradas foram de 6,6 conselheiros para empresas listadas na BOVESPA, 7,2 para aquelas do Novo Mercado e 9 para aquelas do grupo ADR 2 e 3. Quanto a este último grupo, a diferença em relação à média observada na presente pesquisa é explicada pela presença menor de apenas 10,77% de empresas emissoras de ADRs nesta amostra.

Na Tabela 4 descreve-se a distribuição por tipo de listagem na amostra estudada.

Tabela 4 – Média de tamanho do CA por Bovespa, NM e ADR 2 e 3

	Tamanho CA	N.º empresas
Bovespa	7,78	32
NM	7,64	26
ADR 2 e 3	9,57	5
NM e ADR 2 e 3	9,00	2

Fonte: Base de Dados da Amostra

Na Tabela 5 indica-se a quantidade de respostas de empresas por tipo de conselheiro e a distribuição da totalidade dos conselheiros segundo a mesma tipologia. Na Tabela 7 apresentam-se esses tipos agrupados em cinco. Resumidos de acordo com a origem e relacionamento do conselheiro.

Tabela 5 – Frequência e distribuição de acordo com seu relacionamento e origem

Tipo de Conselheiro	N.º Empresas	%	N.º Conselheiros	%
Total	65		512	100
Acionista controlador ou do blocos de controle	30	46,15	83	16,21
Representante do acionista controlador ou do bloco de controle	35	53,85	163	31,84
Acionista minoritário	15	23,08	23	4,49
Representante de acionista minoritário	22	33,85	29	5,66
Familiar do acionista controlador ou do bloco de controle	9	13,85	20	3,91
Conselheiro independente	54	83,08	142	27,73

Presidente executivo ou executivo(a) principal da empresa (CEO)	24	36,92	24	4,69
Executivo(a) que reporta ao executivo(a) principal da empresa (CEO)	8	12,31	9	1,76
Representante dos trabalhadores	5	7,69	5	0,98
Executivo de empresa com participação relevante	2	3,08	5	0,98
Ex-executivos	4	6,15	9	1,76

Fonte: Questionário de Empresa

Pergunta: 2. Distribua o número de conselheiros nas seguintes categorias.

Na Tabela 6, apresentam-se os tipos de conselheiros, agrupados em sete, que buscam sumarizar a origem do conselheiro e suas relações e mostra que a maior parte deles, 51,95% do total de conselheiros das empresas da amostra, é o próprio controlador ou seu indicado. O valor encontrado é consistente e não apresenta relevante alteração com o encontrado por Saito e Dutra (2006), analisando-se dados de 1999 de uma amostra de 142 empresas listadas. Esses pesquisadores encontraram 49% dos assentos do CA ocupados pelo grupo de controladores³³. Ao contrário, seria esperada uma diminuição dessa predominância de controladores nos conselhos, tendo em vista a redução nas proporções de concentração de controle a partir de 2002 como verificaram Canellas (2008) e Gorga (2008)³⁴. O segundo grupo mais expressivo, mas bastante distante do primeiro, é o de conselheiros independentes, representando 27,73%. Os resultados mostram que é ainda bastante reduzida a presença de minoritários ou seus representantes nos conselhos de administração.

Os outros tipos de conselheiros registrados são majoritariamente representantes de empregados: 5 entre 19.

Tabela 6 – Frequência e distribuição de acordo com tipos agrupados

Tipo de conselheiro	N.º Empresas	%	N.º de Conselheiros	%
Total	65	100,00	512	100,00
Controlador	58	89,23	266	51,95

³³ Embora Saito e Dutra (2006) utilizem uma tipificação dos conselheiros de Bhagat e Black (2000), diferente da utilizada nesta pesquisa, a categoria de acionistas controladores é comparável a esta.

³⁴ Cabe destacar que o maior percentual de controladores nos CAs registrado nesta amostra pode estar relacionado com o número de apenas 65 empresas estudadas.

Minoritário	33	50,77	52	10,16
Conselheiro Independente	54	83,08	142	27,73
Executivo	25	38,46	33	6,45
Representante dos trabalhadores	5	7,69	5	0,98
Executivo de empresa com participação relevante	2	3,08	5	1,56
Ex-executivos	4	6,15	9	1,17

Fonte: Questionário de Empresa

Entre as 33 empresas que indicaram ter conselheiros representantes de acionistas minoritários num total de 52 conselheiros, a franca maioria, 63,21% (33/52), é de conselheiros eleitos pelos minoritários com direito a voto, enquanto 21,15% (11/52) foram eleitos pelos acionistas minoritários preferencialistas, sem direito a voto. Apenas 5,77% (3/52) dos conselheiros foram eleitos com o voto múltiplo, o que representa a soma dos minoritários com e sem direito a voto e indica haver muito espaço ainda a ser conquistado pelos minoritários nos conselhos de administração, com base em sua organização e ação conjunta. Saito e Dutra (2006, p. 105) já haviam identificado que os acionistas minoritários não usam os mecanismos à sua disposição para eleger acionistas e ainda argumentaram que “os mecanismos legais que permitem a seleção de representantes de minoritários não resultam necessariamente em mudanças significativas na estrutura do CA”.

Na Tabela 7 mostram-se as medidas-resumo da participação média de cada tipo de acionista nos CAs*.

Tabela 7 - Medidas-resumo das participações dos conselheiros não considerando os valores nulos (Participação média de cada tipo de conselheiro nos CAs)

Conselheiros por Categoria	Média	Desvio-Padrão	Mínimo	Máximo	P25	Mediana	P75	N
Participação de Controladores	54,67	23,45	11,11	100,00	35,12	55,56	71,43	58
Participação de Minoritário	22,55	12,72	9,09	60,00	12,50	20,00	30,95	33
Participação de Conselheiro Independente	34,60	19,74	7,69	85,71	17,80	29,29	50,00	54
Participação de Executivo	18,15	8,65	7,69	42,86	11,11	14,29	21,11	25
Participação de Representantes dos trabalhadores	11,12	1,96	9,09	14,29	9,55	11,11	12,70	5

Fonte: Questionário de Empresa

*Considera-se a média de participação em todas as 65 empresas e não apenas naquelas em que há a presença de dado tipo

Na Tabela 7 apresenta-se, ainda, a média das categorias para aquelas empresas em que essas categorias existem; assim, a média de participação não é para toda a amostra, mas só para

aquelas nas quais aquela categoria de conselheiro existe. Excluídas as respostas nulas, a maior participação média nos CAs é de controladores e seus representantes. Registra-se, também, a maior variação entre as 58 empresas respondentes cujos CAs apresentam conselheiros dessa categoria. Já as 54 empresas da amostra, com conselheiros independentes em seus CAs, apresentam uma média de 34,60% com uma participação mínima de 7,69% e máxima de 85,71% e uma variação de 19,74%. A categoria minoritários, ou seus representantes, aparece em 33 das 65 empresas estudadas e aponta uma média de participação de 21,95% desses CAs.

Importante destacar que a relativa alta participação de minoritários e independentes nas empresas em que essa situação existe pode ser explicada pelo fato de 92% das empresas respondentes serem listadas no Novo Mercado ou emissoras de ADRs, que representam os grupos com mais requisitos de práticas de governança. Esse predomínio deverá ser considerado na interpretação das respostas, já que poderá representar um viés.

Nas 12 empresas cujos CAs têm representantes de trabalhadores, sua participação é de 23,57%. Já a categoria executivo é a que se distribui de forma mais homogênea nas 25 empresas nas quais essa categoria é verificada, registrando-se um desvio-padrão de 8,65% para a média de participação de 18,15%.

4.2.2 Relações e concentração de poder

Um aspecto clássico no estudo de governança investigado foi o preenchimento dos dois principais cargos da empresa – presidente do CA e presidente executivo – pela mesma pessoa, indicando concentração do poder. Buscou-se, então, verificar o relacionamento de nível familiar dos ocupantes desses dois cargos com os acionistas controladores ou do bloco de controle, explorando-se conjuntamente elementos de concentração de poder. Na Tabela 8 apresenta-se a frequência da ocupação dos cargos por familiares dos controladores e o preenchimento desses pela mesma pessoa.

Tabela 8 - Distribuição da frequência da ocupação dos cargos de Presidente do CA e de CEO por familiares dos controladores e da concentração dos dois cargos em uma mesma pessoa

	Não	%	Sim	%	Não resposta	Total
O presidente do CA é Familiar do acionista controlador ou de outro do bloco de controle?	37	57,80	27	42,20	1	65

O presidente executivo é Familiar do acionista controlador ou de outro do bloco de controle?	47	73,40	17	26,60	1	65
O presidente do CA e o presidente executivo é a mesma pessoa ?	52	80,00	13	20,00		65

Fonte: Questionário de Empresa

Contrariamente ao registrado nos Estados Unidos, onde o índice de ocupação dos dois principais cargos da empresa pela mesma pessoa, em 2006, teve um registro de 67% de acordo com a pesquisa da Spencer Stuart cobrindo empresas do índice Standard & Poors 500 (SPENCER STUART, 2006), esse não parece ser um problema da mesma dimensão entre as listadas brasileiras como se vê pelos resultados na Tabela 8. A frequência da combinação dos cargos na amostra foi de 20%. Esse resultado é consistente com as últimas pesquisas realizadas no mesmo universo (BLACK; CARVALHO; GORGA, 2008; KPMG; CEG 2008).

A frequência da ocupação dos dois principais cargos da empresa por familiares dos controladores, porém, é maior: 42,20% para cargo de presidente do CA e 26,60% no caso do cargo de presidente executivo.

Quando observada a frequência de ocupação de ambos os cargos por familiares dos controladores numa mesma empresa, identificou-se que, em 26,60% das 64 empresas, os dois cargos são ocupados por familiares como se mostra na Tabela 9.

Tabela 9 - Frequência de ocupação de ambos os cargos por familiares dos controladores

	O presidente executivo é familiar do acionista controlador ou de outro do bloco de controle?			
		Não	Sim	Total
O presidente do CA é familiar do acionista controlador ou de outro do bloco de controle?	Não	Freq. 37	0	37
		% 57,80%	0,00%	57,80%
	Sim	Freq. 10	17	27
		% 15,60%	26,60%	42,20%
Total	Total	Freq. 47	17	64
		% 73,40%	26,60%	100,00%

Fonte: Questionário de Empresa

Um terceiro patamar de concentração de poder observou-se nesta pesquisa: a ocupação dos dois cargos, presidente do CA e presidente executivo, por familiares dos controladores e mais: esses cargos preenchidos pela mesma pessoa.

Para capturar esse nível de concentração de poder, foi criado um indicador atribuindo-se pontos como se descreve na Seção 3.4. Esse índice pode variar de 0 a 3 pontos, em que o valor zero representa uma total descentralização do poder enquanto 3 pontos indicam o maior grau de concentração. O nível de concentração de poder pode ser visto na Tabela 10.

Tabela 10 - Distribuição do nível de concentração do poder

	Freq.	%
Não concentrado	39	60,94
Levemente concentrado	8	12,50
Concentrado	10	15,62
Altamente concentrado	7	10,94
Não resposta	1	
Total	65	100,00

Fonte: Questionário de Empresa

4.2.3 Mandato

No Gráfico 2 vê-se a distribuição de tempo de mandato dos conselheiros. A maioria adota um mandato de dois anos, seguido do de um ano - como indica o código do IBGC, 36,90% e 23,10% adotam o tempo máximo de três anos permitido em lei para as empresas de capital aberto. Esses dados são bastante diferentes do estudo (BLACK; CARVALHO; GORGA, 2008) que encontrou, em sua amostra de 88 empresas, 35% com mandato de um ano, 17% com mandato de dois e 48% com mandato de três anos. Essa diferença pode ser atribuída ao período realizado – janeiro de 2005, quando a quantidade de empresas listadas no Novo Mercado com regras sobre o tempo de mandato era consideravelmente menor.

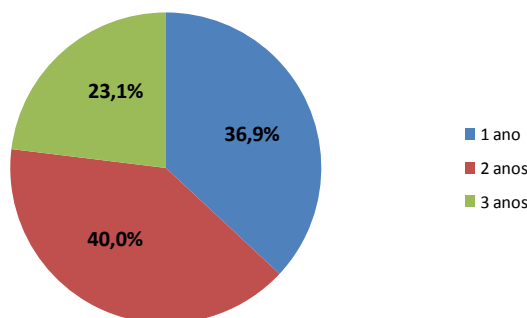


Gráfico 2 - Distribuição de Tempo de Mandato dos Conselheiros

4.2.4 Reuniões

Na Tabela 11, registra-se a frequência das reuniões de CA nas 65 empresas de acordo com o tipo.

Tabela 11 - Distribuição dos tipos de reuniões por empresa

Frequência de reuniões	Total	Presença física	%	Por telefone ou conference call		De outra forma (inclui troca de documentos por email ou correio e assinatura posterior da ata)	
					%		%
[0]	1	2	3,08	39	60,00	51	78,46
[1 - 3]	2	3	4,62	11	16,92	8	12,31
[4]	6	19	29,23	8	12,31	1	1,54
[5 - 8]	18	15	23,08	5	7,69	0	-
[9 - 12]	16	15	23,08	1	1,54	2	3,08
[13 - 16]	12	6	9,23	0	-	1	1,54
[17 - 20]	4	3	4,62	1	1,54	0	-
Acima de 21	6	2	3,08	0	-	2	3,08

Fonte: Questionário de Empresa

Pergunta: Qual a quantidade de reuniões do CA em um ano? (tome como base o exercício de 2007)

Os resultados indicam que 75,39% das empresas estudadas têm um mínimo de quatro e um máximo de doze reuniões anuais presenciais, mas, entre essas, 29,23% realizam apenas quatro reuniões anuais. Um tópico a ser considerado para discussão é se as empresas que realizam apenas quatro reuniões presenciais do CA por ano conseguem desenvolver integralmente as atribuições que lhes conferem as boas práticas. Como quatro são os

trimestres em que as empresas listadas devem divulgar seus resultados e considerando que a Lei das Sociedades por Ações (1976) prevê que o CA deve manifestar-se sobre o relatório da administração e as contas da diretoria, poder-se-ia investigar se essas empresas não estariam cumprindo essa atribuição, com tempo insuficiente para atentar para outras atividades muito relevantes, como definir a estratégia, aprovar políticas e supervisionar não só as contas mas também a gestão dos negócios. Mais intrigante ainda é verificar que duas empresas sequer tiveram uma reunião presencial. Encontrando a mesma situação em sua amostra, Black, Carvalho e Gorga (2008, p. 18) questionaram o que “os conselheiros dessas firmas pensavam sobre o que consistia o seu trabalho”.

Quando se compara o hábito das 65 empresas da amostra com seus pares internacionais, pode-se notar variação entre países e regiões. Com dados de 891 empresas da Fortune 1000³⁵, em seu trigésimo quarto estudo anual, o Korn/Ferry Institute (2008) investigou empresas dos Estados Unidos, de seis países da região da Ásia-Pacífico e sete da Europa. O estudo identificou que o número médio de reuniões³⁶ de CA nos EUA vem declinando e em 2008 registrava uma média de 8 reuniões por ano, diferente das reuniões mensais registradas 20 anos antes. Nesse país, entretanto, a atividade dos comitês do CA vêm-se intensificando. Já na Europa e na Ásia, a frequência de reuniões é maior e há menos comitês. 80% das empresas da Austrália, Ásia e Japão tiveram reuniões mensais, enquanto 34% das empresas europeias estudadas tiveram reuniões mensais em 2007.

Num outro estudo que vem sendo repetido há 8 anos, realizado por Heidrick & Struggles (2007)³⁷, observou-se o funcionamento dos CAs na Europa. Os dados de 2007 indicaram que há uma estabilização do número médio de reuniões do CA em dez países da Europa em 8,7 reuniões anuais. Também aqui foram apenas consideradas as reuniões presenciais.

Na pesquisa de Black, Carvalho e Gorga (2008, p. 18) os autores também consideraram as reuniões por telefone por julgarem que estas poderiam ser úteis para se lidar com temas de urgência ou pequenos, mas considerou que “apenas a reunião com presença física é capaz de

³⁵ Fortune 1000 refere-se a uma lista mantida pela revista americana Fortune. A lista é das 1000 maiores empresas americanas classificadas por receitas apenas.

³⁶ No estudo consideram-se as reuniões presenciais.

³⁷ A amostra do estudo compreendeu 294 empresas listadas de 10 países europeus: Alemanha (30), Bélgica (19), Espanha (35), França (40), Holanda (23), Itália (40), Portugal (10), Reino Unido (50), Suécia (27) e Suíça (20).

gerar discussão real ou conselho útil para a gestão da companhia”. (8%) da amostra não atenderam a esse padrão. Os resultados desta pesquisa indicam que é mais frequente o uso desse recurso para empresas que não realizam ou realizam número reduzido de reuniões presenciais. A constatação sugere o questionamento feito por Black, Carvalho e Gorga (2008) se reuniões por telefone efetivamente propiciam as condições adequadas, portanto indicando um alerta para seu uso excessivo em detrimento das reuniões presenciais.

Adicionalmente, nesta pesquisa investigaram-se outras possíveis formas de reuniões ou deliberações presumivelmente tomadas em uma reunião, incluindo troca de documentos por e-mail ou correio e assinatura posterior da ata. Aqui também se observa uma frequência maior do uso desse tipo de recurso para empresas que não realizaram reuniões presenciais em 2007 ou realizaram-nas em menor número; 27,7% das empresas não usaram esse recurso.

4.2.5 Regimento Interno do CA

O regimento interno do CA não existe em 58,50% das 65 empresas da amostra, demonstrando que há espaço para melhoria nas práticas de conselho nas empresas listadas. Essa proporção é superior à encontrada pela pesquisa de Black, Carvalho e Gorga (2008) que, com dados de 2005, registrou que 40% das 88 empresas estudadas não tinham regimento de seu CA. Considerando-se que o CA é o elemento central do sistema de governança e que os códigos de governança recomendam a manutenção de regimentos que dêem clareza sobre a atividade do CA, os dados revelam que há bastante espaço para melhorias nas empresas listadas brasileiras.

4.2.6 Comitês

Na Tabela 12, estão as respostas registradas para cada tipo de comitê e a distribuição de todos os comitês do CA existentes nas 65 empresas da mostra pelos mesmos tipos de comitês.

Tabela 12 – Distribuição dos comitês, segundo categorias – resposta múltipla

Comitês	N.º Empresas	%	N.º Comitês	%
Total	65	100	96	100

*Auditoria	17	26,15	17	17,71
*Governança Corporativa	4	6,15	4	4,17
*Nomeação ou Indicação	0	0,00	0	0,00
Nomeação e Governança Corporativa				
*(juntos em um mesmo comitê)	0	0,00	0	0,00
*Planejamento Estratégico	9	13,85	9	9,38
*Remuneração	8	12,31	8	8,33
*Remuneração e Governança Corporativa				
(juntos em um mesmo comitê)	0	0,00	0	0,00
*Remuneração e Nomeação (juntos em um				
mesmo comitê)	4	6,15	4	4,17
*Remuneração, Nomeação e Governança				
Corporativa (juntos em um mesmo Comitê)	0	0,00	0	0,00
*Riscos	2	3,08	2	2,08
Apoio ao Conselho Administrativo	1	1,54	1	1,04
Auditoria e Finanças	1	1,54	1	1,04
Auditoria e Riscos	2	3,08	2	2,08
Comercial	1	1,54	1	1,04
Conduta Ética	1	1,54	1	1,04
Conselho Fiscal Turbinado**	5	7,69	5	5,21
Controladoria	1	1,54	1	1,04
Controladoria, Tesouraria e Auditoria (juntos				
em um mesmo comitê)	1	1,54	1	1,04
Controles Internos e Compliance	1	1,54	1	1,04
Divulgação	1	1,54	1	1,04
Divulgação (revisar informações cujo				
arquivamento na CVM seja obrigatório)	1	1,54	1	1,04
Divulgação, Imagem e Responsabilidade Social				
(juntos em um mesmo comitê)	1	1,54	1	1,04
Desenvolvimento Executivo	1	1,54	1	1,04
Estratégia e Inovação	1	1,54	1	1,04
Estratégico	1	1,54	1	1,04
Executivo	1	1,54	1	1,04
Financeiro	7	10,77	7	7,29
Gestão	3	4,62	3	3,13
Gestão de Pessoas	2	3,08	2	2,08
Gestão Integrada e Alocação de Capital	1	1,54	1	1,04
Governança e Sustentabilidade	1	1,54	1	1,04
Inovação	1	1,54	1	1,04
Investimentos	1	1,54	1	1,04
Jurídico	1	1,54	1	1,04
Negócios	1	1,54	1	1,04
Partes Relacionadas	1	1,54	1	1,04
Pessoas	1	1,54	1	1,04

Planejamento Estratégico/Orçamento	1	1,54	1	1,04
Planejamento Estratégico e Financeiro	1	1,54	1	1,04
Processos de Gestão	1	1,54	1	1,04
Recursos Humanos	3	4,62	3	3,13
Remuneração, RH e Governança Corporativa	1	1,54	1	1,04
Responsabilidade Social	1	1,54	1	1,04
RH e Ética	1	1,54	1	1,04
RH e Remuneração	1	1,54	1	1,04
Riscos/Financeiros	1	1,54	1	1,04

Fonte: Questionário de Empresa

Pergunta: O CA tem quantos Comitês (trata-se de comitês do conselho, liderados por conselheiros, e não aqueles operacionais que se reportam à diretoria executiva). Distribua os Comitês pelas categorias.

*Nomes definidos nas alternativas apresentadas no questionário. Os demais nomes de comitês foram indicados pelas empresas.

** Essas empresas ampliam a atuação do conselho fiscal, atribuindo-lhe as funções do comitê de auditoria. Os casos registrados são de empresas que emitem *ADRs* na Bolsa de Nova Iorque, a qual obriga as empresas a terem um comitê de auditoria, mas aceitam o conselho fiscal para exercer esse papel

Na Tabela 12 estão os comitês identificados pelas empresas respondentes que puderam escolher de uma lista com 10 comitês e indicar o nome particular de seus comitês na categoria “Outro”. Quando se toma apenas o nome do comitê como referência, observa-se que 30,77% das empresas têm um comitê cujo nome inclui a palavra “auditoria”. A palavra “remuneração” aparece em comitês de 20% das empresas, a palavra “estratégia” (ou estratégico) também em 20% das empresas e a palavra “finanças” (ou financeiro) em 15,38% das empresas.

A prevalência dos temas auditoria e remuneração para os comitês não é recente (LEAL; CARVALHAL-DA-SILVA; VALADARES, 2000) nem local (RUIGROK *et al.*, 2006) e é também consistente com achados de estudos recentes no Brasil (KPMG; CEG, 2008) e no exterior (Heidrick & Struggles, 2007).

O tópico estratégia, que nesta pesquisa rivaliza com o de remuneração, presente em 20% de empresas, aparece menos no estudo da KPMG e CEG (2008) que registrou uma frequência de comitês de Estratégia variando de 1% a 6% entre os três grupos de empresa estudados: Novo Mercado, ADR e um grupo sorteado entre todas as listadas da BOVESPA. Nas 294 empresas de dez países da Europa estudadas pela Heidrick & Struggles em 2007, 15% das companhias têm um comitê de estratégia.

Os comitês descritos pelas empresas respondentes foram agrupados em categorias de acordo com sua atividade identificada pelo nome do comitê, ou, em alguns casos de dúvida, em contato direto com a empresa em questão. A classificação ocorreu quando o nome incluía uma atividade claramente associada aos papéis de controle e direcionamento.

Na Tabela 13 mostra-se a média dos comitês com papel de controle, o direcionamento nas empresas pesquisadas e a média daqueles outros não classificáveis. Observa-se há uma importante dispersão na frequência de comitês nas empresas da amostra. Observa-se, entretanto, uma média bastante maior de comitês com papel de controle, em relação àqueles de direcionamento.

Tabela 13 - Medidas-resumo do número de comitês por categoria agregada*

	Média	Desvio- Padrão	Mínimo	Máximo	P25	Mediana	P75	N
Comitês com papel de controle	0,80	0,97	0,00	3,00	0,00	0,00	2,00	65
Comitês com papel de direcionamento	0,31	0,66	0,00	3,00	0,00	0,00	0,00	65
Comitês com não classificados	0,37	0,65	0,00	3,00	0,00	0,00	1,00	65

Fonte: Questionário de Empresa

*A classificação dos comitês em categoria agregada está detalhada no Apêndice.

4.2.7 Conselho Fiscal

A maioria das empresas (56,90%) não tem um conselho fiscal instalado. Esse resultado pode ser razoavelmente comparável com a pesquisa da KPMG e CEG (2008) a qual registrou que, no segmento Bovespa, 53% das empresas possuem conselho fiscal instalado, enquanto no Novo Mercado e nas empresas que emitem ADRs 2 e 3, esse percentual é de 39,8 % e 75,8 respectivamente. A amostra desta pesquisa reúne empresas nas três formas de listagem considerada a base de 2007. Já a pesquisa de Black, Carvalho e Gorga (2008) aponta que 39% das empresas de uma amostra de 88 tinham conselho fiscal em 2005.

4.2.8 Conselhos que decidiram sobre a substituição do CEO nos últimos cinco anos

Para aferir uma situação concreta de deliberação do conselho de administração e posteriormente associá-la aos papéis do CA, no questionário repetiu-se o questionamento feito por outros pesquisadores (BLACK; CARVALHO; GORGA, 2008), identificando-se as empresas cujo CA houvesse de fato substituído o CEO nos últimos cinco anos e observando-se que 20% dos CAs das empresas da amostra haviam tomado essa ação.

Nesta pesquisa buscaram-se mais detalhes que aqueles pesquisadores nos casos em que essa situação foi registrada. Perguntou-se se o órgão havia avaliado detidamente as opções e discutido ou apenas validado (aceitado) a proposta apresentada pronta, buscando explorar o efetivo papel decisor do CA, ou sua atuação apenas ratificadora de decisões fora da sala de reuniões do CA. A frequência da situação foi maior do que na pesquisa de Black e seus coautores, já que, nesta amostra, 35,38% dos CAs haviam vivido essa situação nos últimos cinco anos. Entre essas 23 empresas, 52,2% haviam de fato avaliado e discutido o tema. O restante apenas validou a proposta apresentada, indicando que aproximadamente metade das empresas ainda reservam para seus CAs um papel meramente ratificador de importantes decisões ocorridas em outra instância, como a substituição do presidente executivo.

4.3 Estatísticas Descritivas – Administradores

4.3.1 Tipo do Administrador

O Questionário 2 da pesquisa foi respondido por 122 administradores que representavam 13,74% do universo de 888 cargos de administradores na empresas listadas em dezembro de 2007 e 17,52 % das pessoas que efetivamente ocupam os cargos, já que muitos administradores ocupam simultaneamente diversos cargos nas empresas listadas.

A distribuição dos administradores respondentes por seus cargos e a equiparação com os cargos de administradores nas empresas listadas e da amostra de empresas respondentes são apresentadas na Tabela 14.

Tabela 14 - Distribuição da Amostra de Administradores pelos Cargos Ocupados

ADMINISTRADORES (POSIÇÕES)

	Nas listadas*	Nas 65 empresas respondentes	%	Administradores respondentes	% - Total listadas
Total administradores	5255	888	16,90	122	2,32
Executivo	1883	324	17,21	32	1,70
Conselheiro	2913	497	17,06	74	2,54
Conselheiro e Executivo	459	67	14,60	16	3,49

* em dez/2007

Na Tabela 15 esse mesmo grupo de respondentes aparece em equiparação ao total de administradores que efetivamente ocupam esses cargos como se explica acima.

Tabela 15 - Distribuição da Amostra de Administradores pelas Quantidade de Pessoas que Ocupam as Posições.

ADMINISTRADORES (PESSOAS)					
	Nas listadas*	Nas 65 empresas respondentes	%	Administradores respondentes	% -Total listadas
Total administradores	4097	696	16,99	122	2,98
Executivo	1551	283	18,25	32	2,06
Conselheiro	2210	375	16,97	74	3,35
Conselheiro e Executivo	336	38	11,31	16	4,76

* em dez/2007

A apresentação na Tabela15 indica que a representatividade da amostra aumenta em relação ao universo quando considerado o número de pessoas (e não cargos) para 2,98%, mas praticamente equipara-se ao percentual de pessoas nas 65 empresas respondentes.

A pesquisa foi além e investigou-se a atuação dos respondentes de acordo com seus relacionamentos em adição a seus cargos. O questionário explorou a relação dos conselheiros com os distintos grupos de acionistas e, quando aplicável, com a família do acionista controlador ou do bloco de controle. Os respondentes eram demandados a escolher quantas categorias fossem necessárias para descrever sua atuação e que, em consequência, viria a descrever suas relações com a gestão, os acionistas e família de acionistas controladores, como se mostra na Tabela 5.1 que pode ser vista no apêndice. Os respondentes puderam escolher múltiplas respostas que indicassem o cargo e seu relacionamento com a empresa.

122 respondentes marcaram em conjunto 174 itens das nove categorias possíveis para descrever sua atuação, enquanto na última coluna marca-se o percentual de respondentes que escolheram dada categoria. Essa granularidade de pesquisa objetivou possibilitar associações em modelos estatísticos e entender os administradores em nível mais profundo do que apenas os identificando entre executivos e não executivos e independentes ou não independentes. Adicionalmente, essa granularidade poderia permitir melhor entendimento da visão dos administradores em relação ao papel do CA *vis-à-vis* seus cargos e relacionamentos. Os resultados indicam uma franca preponderância da escolha das alternativas que vinculam os respondentes ao acionista controlador ou seus representantes. A Tabela indica ainda que 23 respondentes ocupam a Presidência do CA, dos quais apenas quatro são independentes, enquanto 29 informam que são conselheiros independentes de acordo com o critério previsto no Código do IBGC (2004)³⁸.

Na Tabela 16, mostram-se as respostas acima em quatro blocos com base na união de categorias relacionadas – Controlador; Minoritário; Independente; Executivos – agrupadas para permitir uma visão mais clara dos relacionamentos.

Tabela 16 - Características da Amostra de Administradores de acordo com atuação e relacionamentos (agrupamento das categorias)

Atuação e relacionamentos ¹	Respostas		% de respondentes
	N.º	%	
Controladores	51	39,70%	41,80%
Minoritários	8	7,90%	6,56%
Conselheiro Independente	29	15,90%	23,77%
Executivo	34	32,50%	27,87%
Total	122	100,00%	

³⁸ 3.ª edição do Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa (2004) Seção 2.12 O conselheiro independente caracteriza-se por: não ter qualquer vínculo com a sociedade, exceto eventual participação de capital; não ser acionista controlador, membro do grupo de controle, cônjuge ou parente até segundo grau destes, ou ser vinculado a organizações relacionadas com o acionista controlador; não ter sido empregado nem diretor da sociedade ou de alguma de suas subsidiárias; não estar fornecendo nem comprando, direta ou indiretamente, serviços e/ou produtos à sociedade; não ser funcionário ou diretor de entidade que esteja oferecendo serviços e/ou produtos à sociedade; não ser cônjuge nem parente até segundo grau de algum diretor ou gerente da sociedade e não receber outra remuneração da sociedade além dos honorários de conselheiro (dividendos oriundos de eventual participação no capital estão excluídos desta restrição).

Fonte: Questionário de Administradores

122 respondentes

¹ Categorias Agrupadas - Controlador (Acionista controlador ou do bloco de controle ou Representante do acionista controlador ou do bloco de controle ou Familiar do acionista controlador ou do bloco de controle ou presidente do conselho), Minoritário (Acionista minoritário ou Representante do Acionista minoritário), Executivo (Presidente executivo ou executivo(a) principal da empresa ou Executivo que se reporta ao executivo principal da empresa). Conselheiro independente refere-se àqueles que não têm qualquer outro relacionamento com a empresa ou com seus acionistas controladores, exceto por sua atuação no CA.

Na Tabela 16, em que se faz o agrupamento das categorias da Tabela 5.1 no Apêndice 5, há uma preponderância entre os respondentes – 41,80% - do tipo Controlador (controlador ou representante de controlador) de acordo com o relacionamento dos conselheiros respondentes. A categoria agrupada Executivo é o segundo grupo mais frequente na amostra, com 27,87%, ficando Conselheiro Independente em terceiro lugar com 23,77% dos respondentes.

Adicionalmente à visão clássica da independência do CA, esta pesquisa construiu um outro indicador que mede o nível de endogenia/exogenia dos conselheiros. Além da independência, esse indicador pode evidenciar o ambiente em que um ou mais independentes estão atuando. Um conselheiro independente num conselho composto apenas pelo que chamamos aqui de internos, ou ainda com uma maioria totalmente endógena, poderá ter uma atuação bastante diferenciada daquele conselheiro independente atuando em conselho mais permeado por elementos externos. Na Tabela 17, aponta-se o nível de endogenia/exogenia de acordo com o indicador criado para esse fim e detalhado na Seção 3.4.

Tabela 17 - Endogenia/Exogenia dos respondentes de acordo com atuação e relacionamentos (agrupamento das categorias)

Pontos	TIPO	Categorias de um mesmo conselheiro	N.º	
0	EXTERNO	Somente Conselheiro Independente	29	Totalmente exógeno
1		Minoritário ou Representante de trabalhadores	8	
2	INTERNO	Somente Controlador (exclusive executivos)	51	Totalmente endógeno
2		Somente Executivo (exclusive controladores)	18	
3		Executivo e Controlador simultaneamente	16	

Fonte: Questionário de Administradores

Quando combinados numa mesma pessoa, os tipos Executivo e Controlador representam o nível máximo de endogenia. Essa situação é verificada em 13,1% dos respondentes. Por sua influência e poder, como descrito na literatura (BEBCHUCK; HAMDANI, 2009), esses poderiam ser menos críticos ao modelo de governança existente sobre o qual eles próprios decidiram. Aliada à proeminência de acionistas controladores ou com eles relacionados na amostra, a endogenia deve ser levada em consideração para todas as análises já que, unidos os dois elementos, podem representar um importante viés.

4.3.2 As atividades relacionadas com os papéis do CA

As respostas dos respondentes apontam que os conselhos estudados apresentam um nível relativamente alto de aderência às práticas referenciais de boa governança – nove das perguntas referem-se a práticas recomendadas no código do IBGC ou na própria Lei das Sociedades por Ações. Como se ressaltou, isso pode ser resultante do forte predomínio de respondentes com vínculo interno na organização, seja com o acionista controlador, seja do bloco de controle, seja com os executivos. Esse fato pode influenciar, propiciando uma visão menos crítica das reais práticas adotadas. Considerado este fato, não há, entretanto, prejuízo para a visão da diferenciação dos papéis entre si.

Nas Tabelas 18 e 19, a opinião dos respondentes sobre as atividades do CA. Na primeira, as respostas estão distribuídas nos seis níveis de respostas e na segunda, um agrupamento dos três níveis de concordância e três de discordância, indicando a favorabilidade para uma das duas situações.

Tabela 18 - Distribuição da opinião sobre as atividades que o CA realiza

Atividades	Opinião	N.º	%
O CA ou seus membros exercem o papel de representação institucional da empresa	Concordo Totalmente	37	30,58
	Concordo	14	11,57
	Concordo Parcialmente	22	18,18
	Discordo Parcialmente	12	9,92
	Discordo	17	14,05
	Discordo Totalmente	19	15,70
	Não resposta	1	
O CA é responsável por aprovar a contratação ou demissão do presidente executivo (CEO)	Concordo Totalmente	94	77,05
	Concordo	12	9,84
	Concordo Parcialmente	4	3,28

	Discordo Parcialmente	3	2,46
	Discordo	3	2,46
	Discordo Totalmente	6	4,92
	Concordo Totalmente	84	69,42
	Concordo	16	13,22
O CA aprova a escolha (ou dispensa) dos demais executivos sob proposta do presidente executivo (CEO)	Concordo Parcialmente	6	4,96
	Discordo Parcialmente	7	5,79
	Discordo	3	2,48
	Discordo Totalmente	5	4,13
	Não resposta	1	
	Concordo Totalmente	82	67,21
	Concordo	11	9,02
O CA aprova a remuneração e pacotes de incentivo para os executivos que serão apresentados à Assembléia de Acionistas	Concordo Parcialmente	7	5,74
	Discordo Parcialmente	2	1,64
	Discordo	4	3,28
	Discordo Totalmente	16	13,11
	Concordo Totalmente	52	42,98
	Concordo	21	17,36
O CA avalia e monitora o desempenho dos executivos e da empresa	Concordo Parcialmente	16	13,22
	Discordo Parcialmente	11	9,09
	Discordo	14	11,57
	Discordo Totalmente	7	5,79
	Não resposta	1	
	Concordo Totalmente	54	44,63
	Concordo	22	18,18
O CA toma de fato as decisões sobre a estratégia da empresa	Concordo Parcialmente	23	19,01
	Discordo Parcialmente	12	9,92
	Discordo	3	2,48
	Discordo Totalmente	7	5,79
	Não resposta	1	
	Concordo Totalmente	35	28,69
	Concordo	20	16,39
O CA discute e direciona os assuntos de sucessão dos principais cargos na empresa	Concordo Parcialmente	24	19,67
	Discordo Parcialmente	14	11,48
	Discordo	13	10,66
	Discordo Totalmente	16	13,11
	Concordo Totalmente	22	18,03
	Concordo	14	11,48
O CA ou seus membros se ocupam em facilitar acesso da empresa a recursos extras, como fontes de financiamento, por exemplo	Concordo Parcialmente	22	18,03
	Discordo Parcialmente	16	13,11
	Discordo	31	25,41
	Discordo Totalmente	17	13,93
	Concordo Totalmente	54	44,26
	Concordo	32	26,23
O CA ou seus membros fornecem conselho e orientação ao executivo principal e seus subordinados	Concordo Parcialmente	16	13,11
	Discordo Parcialmente	9	7,38
	Discordo	8	6,56
	Discordo Totalmente	3	2,46
O CA define qual a responsabilidade do executivo principal e seus subordinados	Concordo Totalmente	39	31,97
	Concordo	29	23,77

	Concordo Parcialmente	19	15,57
	Discordo Parcialmente	9	7,38
	Discordo	10	8,20
	Discordo Totalmente	16	13,11
	Concordo Totalmente	29	23,77
O CA ou seus membros estabelecem contatos com rede de relacionamentos externos de interesse da empresa e usam esse relacionamento para o benefício da empresa	Concordo	24	19,67
	Concordo Parcialmente	27	22,13
	Discordo Parcialmente	24	19,67
	Discordo	7	5,74
	Discordo Totalmente	11	9,02
	Concordo Totalmente	40	32,79
O CA se ocupa e lidera os assuntos relacionados à governança da empresa	Concordo	32	26,23
	Concordo Parcialmente	20	16,39
	Discordo Parcialmente	9	7,38
	Discordo	13	10,66
	Discordo Totalmente	8	6,56
	Concordo Totalmente	8	6,56
O CA se ocupa da maioria dos assuntos operacionais da empresa	Concordo	7	5,74
	Concordo Parcialmente	17	13,93
	Discordo Parcialmente	17	13,93
	Discordo	39	31,97
	Discordo Totalmente	34	27,87
	Concordo Totalmente	71	58,68
O CA aprova o código de conduta e regimento interno do CA	Concordo	10	8,26
	Concordo Parcialmente	10	8,26
	Discordo Parcialmente	8	6,61
	Discordo	2	1,65
	Discordo Totalmente	20	16,53
	Não resposta	1	
	Concordo Totalmente	90	73,77
O CA toma decisões (ou as propõe para Assembléia de Acionistas) sobre os principais fatos da empresa como aquisições, desinvestimentos, estrutura de capital, dividendos	Concordo	13	10,66
	Concordo Parcialmente	11	9,02
	Discordo Parcialmente	1	0,82
	Discordo	4	3,28
	Discordo Totalmente	3	2,46
		Concordo Totalmente	30
O CA supervisiona o relacionamento dos executivos com as partes relacionadas	Concordo	33	27,05
	Concordo Parcialmente	30	24,59
	Discordo Parcialmente	12	9,84
	Discordo	9	7,38
	Discordo Totalmente	8	6,56
	Concordo Totalmente	44	36,07
O CA monitora os riscos da empresa	Concordo	35	28,69
	Concordo Parcialmente	25	20,49
	Discordo Parcialmente	7	5,74
	Discordo	8	6,56
	Discordo Totalmente	3	2,46
		Concordo Totalmente	71
O CA indica e substitui os auditores independentes	Concordo	23	19,01
	Concordo Parcialmente	13	10,74

Discordo Parcialmente	6	4,96
Discordo	2	1,65
Discordo Totalmente	6	4,96
Não resposta	1	

Fonte: Questionário de empresas e administradores

Pergunta: 2. As afirmações que se seguem visam entender sua opinião sobre as atividades que Conselho de Administração (CA) ou seus membros realizam. Considere apenas as atividades do CA sobre o qual está respondendo.

Na Tabela 18 observa-se que a distribuição entre os três níveis de concordância e de discordância é relativamente uniforme. Em poucos casos houve uma concentração maior em um dos níveis. Isso ocorre em relação às seguintes atividades: (i) responsabilidade em aprovar contratação/demissão do CEO, com um índice de concordância total de 77,05%; (ii) tomada de decisões sobre os principais fatos da empresa (aquisições, desinvestimentos etc.) com 73,77% de concordância total; (iii) aprovação escolha/dispensa dos demais executivos com 69,42% de concordância total; (iv) aprovação da remuneração dos executivos com 67,21 de concordância total; (v) aprovação do código de conduta e regimento do CA com 58,68% de total concordância e (vi) indicação/substituição dos auditores independentes com o mesmo índice no mesmo nível de concordância.

Nessas seis atividades parece haver mais convicção sobre o que é feito pelos CAs, levando os respondentes a escolherem o nível máximo de concordância. Interessante notar que, das seis atividades, duas - apesar de não estarem expressamente listadas no código do IBGC ou na Lei das Sociedades por Ações - parecem ser adotadas pelos administradores: tomada de decisões sobre os principais fatos da empresa (aquisições, desinvestimentos etc.) e aprovação da remuneração dos executivos. Cabe destacar que se não expressa, a primeira está embutida em outras atribuições previstas na Lei e nas boas práticas como a definição da estratégica e a segunda, que não figura nem indiretamente em nenhum dos dois textos, têm ocupado a atenção nacional e internacional, desde os escândalos corporativos do início da década e que ganharam ainda mais destaque após a crise financeira que ganhou notoriedade pública em setembro de 2008.

O maior índice de dispersão observado entre os seis níveis de concordância/discordância, indicando diversidade de entendimento dos respondentes registra-se em duas atividades: (i) em relação à atividade de direcionar os assuntos de sucessão. Essa é uma atividade que poderá demandar esforço de implementação no futuro, tendo em vista que o planejamento de

sucessão consta como dever do CA na versão da 4.^a edição do Código de Melhores Práticas do IBGC que esteve em consulta pública no início de 2009 e estaria para ser publicado nesse mesmo ano; (ii) na atividade de facilitar o acesso da empresa a recursos extras.

Tabela 19 -Distribuição da opinião sobre as atividades que o CA realiza

Atividades	Opinião	N.º: 122 respondentes	%
O CA ou seus membros exercem o papel de representação institucional da empresa	Concordo	73	60,33
	Discordo	48	39,67
	Não resposta	1	
O CA é responsável por aprovar a contratação ou demissão do presidente executivo (CEO)	Concordo	110	90,16
	Discordo	12	9,84
O CA aprova a escolha (ou dispensa) dos demais executivos sob proposta do presidente executivo (CEO)	Concordo	106	87,60
	Discordo	15	12,40
	Não resposta	1	
O CA aprova a remuneração e pacotes de incentivo para os executivos que serão apresentados à Assembléia de Acionistas	Concordo	100	81,97
	Discordo	22	18,03
O CA avalia e monitora o desempenho dos executivos e da empresa	Concordo	89	73,55
	Discordo	32	26,45
	Não resposta	1	
O CA toma de fato as decisões sobre a estratégia da empresa	Concordo	99	81,82
	Discordo	22	18,18
	Não resposta	1	
O CA discute e direciona os assuntos de sucessão dos principais cargos na empresa	Concordo	79	64,75
	Discordo	43	35,25
O CA ou seus membros se ocupam em facilitar acesso da empresa a recursos extras, como fontes de financiamento, por exemplo	Concordo	58	47,54
	Discordo	64	52,46
O CA ou seus membros fornecem conselho e orientação ao executivo principal e seus subordinados	Concordo	102	83,61
	Discordo	20	16,39
O CA define qual a responsabilidade do executivo principal e seus subordinados	Concordo	87	71,31
	Discordo	35	28,69
O CA ou seus membros estabelecem contatos com rede de relacionamentos externos de interesse da empresa e usam esse relacionamento para o benefício da empresa	Concordo	80	65,57
	Discordo	42	34,43
O CA se ocupa e lidera os assuntos relacionados à governança da empresa	Concordo	92	75,41
	Discordo	30	24,59
O CA se ocupa da maioria dos assuntos operacionais da empresa	Concordo	32	26,23
	Discordo	90	73,77
O CA aprova o código de conduta e regimento	Concordo	91	75,21

interno do CA	Discordo	30	24,79
	Não resposta	1	
O CA toma decisões (ou as propõe para Assembléia de Acionistas) sobre os principais fatos da empresa como aquisições, desinvestimentos, estrutura de capital, dividendos	Concordo	114	93,44
	Discordo	8	6,56
O CA supervisiona o relacionamento dos executivos com as partes relacionadas	Concordo	93	76,23
	Discordo	29	23,77
O CA monitora os riscos da empresa	Concordo	104	85,25
	Discordo	18	14,75
O CA indica e substitui os auditores independentes	Concordo	107	88,43
	Discordo	14	11,57
	Não resposta	1	

Fonte: Questionário de empresas e administradores

Pergunta: 2. As afirmações que se seguem visam entender sua opinião sobre as atividades que Conselho de Administração (CA) ou seus membros realizam. Considere apenas as atividades do CA sobre o qual está respondendo.

Na Tabela 19 aponta-se a concordância em relação ao papel do CA quanto à responsabilidade de o CA tomar decisões (ou propor para Assembléia de Acionistas) sobre os principais fatos da empresa como aquisições, desinvestimentos, estrutura de capital, dividendos com 93,44% dos respondentes que concordam de alguma maneira com esse papel no CA em questão. A segunda maior concordância dá-se com relação ao CA ser responsável por aprovar a contratação ou demissão do presidente executivo (CEO). 90,16% responderam que concordam de alguma forma com essa atribuição em seu CA e essa está prevista em lei e nas melhores práticas do IBGC. Outros papéis com forte nível de concordância também são provisões legais: indicar e substituir os auditores independentes com 88,43 % de concordância e aprovar a escolha (ou dispensar) dos demais executivos sob a proposta do presidente executivo (CEO) com 87,60% de concordância. Esses altos índices de concordância com esses papéis eminentemente deliberativos devem ser contrapostos com os resultados na Tabela 24 sobre as atividades que seus conselhos realizam e que não deveriam fazê-lo. Um papel que não está previsto em lei e foi o quinto com maior concordância foi o de monitoramento de riscos, recebendo 85,25% de concordância. É bom destacar que as entrevistas foram realizadas no período imediatamente posterior à eclosão da crise financeira internacional e pode ter captado uma preocupação que parece perdurar no ambiente de negócios quando esta dissertação é escrita. Mais do que isso, os documentos referenciais de

boas práticas que estiveram sendo desenvolvidos após a eclosão da crise já passam a incluir a responsabilidade do CA em monitorar a gestão de risco da empresa de forma mais clara. Esse é o caso do documento disponível para consulta pública relativa à 4.^a edição do Código de Melhores Práticas do IBGC e no âmbito internacional passou a constar da versão para consulta aos membros da 3.^a edição dos Princípios de Governança Corporativa Globais da ICGN que seria aprovada em Assembléia Anual da entidade, em julho de 2009.

O maior nível de discordância em relação ao papel do CA está no fato de este ocupar-se da maior parte dos assuntos operacionais, representando 73,77% dos respondentes que discordam de alguma forma. Este seria um resultado esperado tendo em vista que o papel de supervisão e não de operação dos CAs foi fortemente difundido desde os primórdios do chamado movimento para melhoria de governança corporativa no início dos anos de 1990. Ainda assim, e a despeito do percentual baixo de respondentes externos (independentes e minoritários) que poderiam ter uma visão mais crítica, 26,23% indicam que o CA exerce um papel operacional, o que não pode ser considerado um valor desprezível tendo em vista seu total de desacordo com o papel esperado de um CA.

Os papéis classificados como serviço ou dependência de recursos que figuram na literatura, dependendo da matriz teórica³⁹, não são especificados claramente nas melhores práticas do IBGC em vigor, a não ser indiretamente quando, ao listar as características que devem estar presentes na composição do CA, indica contatos de interesse da sociedade. A atenção para as atividades ligadas a serviços ou dependência de recursos parece não aumentar de importância nos documentos de melhores práticas em preparo enquanto esta dissertação era finalizada. A versão em consulta pública de sua 4.^a edição, apenas inclui na seção de atribuições do CA a expressão “apoio da gestão” – ao lado de supervisão - em relação aos negócios, aos riscos e às pessoas e a 3.^a versão dos princípios da ICGN também segue não mencionando quaisquer dessas atividades. O principal foco dos documentos de governança é relativo aos papéis de controle e estratégia ou direcionamento dos órgãos (GREGORY, 2007).

Os resultados são consistentes em atribuir menor importância às atividades de serviço ou dependência de recursos que receberam um nível de concordância média. Entre eles, o que

³⁹ Quadro 2: Rótulos dos papéis do CA identificados na literatura na seção 2.7

registrou maior nível de concordância - 65,57 - foi o da atividade do CA ou de seus membros em estabelecer contatos com rede de relacionamentos externos de interesse da empresa e usar esse relacionamento para o benefício da empresa. Já a proposta de membros do CA exercerem o papel de representação institucional obteve uma concordância de - 60,33 % - e aquele papel de facilitar acesso da empresa a recursos extras, como fontes de financiamento, apresentou o menor índice de concordância entre as atividades relacionadas com o papel de serviço : 47,54% de concordância.

4.3.3 A relação entre os papéis do CA e presidentes do CA e CEO familiares ou não dos controladores

Para se compararem duas variáveis, sendo uma categórica nominal (presidente do CA é ou não familiar do acionista controlador ou de outro do bloco de controle) e outra categórica ordinal (nível de concordância sobre as atividades realizadas pelo CA), com dados de ambos os questionários – para empresas e para administradores -, foi utilizado o teste exato de Fisher. Os resultados, a partir de agora destacados, serão aqueles que registrarem valor de p inferior a 5% ($p < 0,005$)⁴⁰, indicando significância e, portanto, mostrando que há diferença nos elementos comparados, ou seja, a opinião sobre as atividades do CA é diferente quando o presidente do CA é ou não é familiar dos acionistas controladores.

Na Tabela 20 cruzam-se os níveis de concordância ou discordância dos respondentes sobre as atividades do CA com o fato de o presidente do CA ser familiar do acionista controlador ou de outro do bloco de controle.

Tabela 20 - Distribuição da opinião sobre as atividades que o CA ou seus membros realizam por relação do presidente do CA com o acionista controlador ou de outro do bloco de controle

Atividade	Opinião	O presidente do CA é familiar do acionista controlador ou de outro do bloco de controle?				p ¹
		Não		Sim		
		N.º	%	N.º	%	

⁴⁰ Como descrito em Metodologia, na seção 3.10

O CA ou seus membros exercem o papel de representação institucional da empresa	Concordo	30	51,72	30	71,43	0,063
	Discordo	28	48,27	12	28,56	
O CA é responsável por aprovar a contratação ou demissão do presidente executivo (CEO)	Concordo	55	94,82	36	83,72	0,093
	Discordo	3	5,17	7	16,28	
O CA aprova a escolha (ou dispensa) dos demais executivos sob proposta do presidente executivo (CEO)	Concordo	53	91,38	35	81,39	0,228
	Discordo	5	8,62	8	18,61	
O CA aprova a remuneração e pacotes de incentivo para os executivos que serão apresentados à Assembléia de Acionistas	Concordo	45	77,58	36	83,72	0,614
	Discordo	13	22,41	7	16,28	
O CA avalia e monitora o desempenho dos executivos e da empresa	Concordo	41	70,69	31	73,81	0,823
	Discordo	17	29,31	11	26,19	
O CA toma de fato as decisões sobre a estratégia da empresa	Concordo	49	84,48	33	78,58	0,599
	Discordo	9	15,51	9	21,43	
O CA discute e direciona os assuntos de sucessão dos principais cargos na empresa	Concordo	35	60,34	28	65,12	0,681
	Discordo	23	39,66	15	34,89	
O CA ou seus membros se ocupam em facilitar acesso da empresa a recursos extras, como fontes de financiamento, por exemplo	Concordo	20	34,48	25	58,14	0,026
	Discordo	38	65,52	18	41,86	
O CA ou seus membros fornecem conselho e orientação ao executivo principal e seus subordinados	Concordo	50	86,21	36	83,72	0,782
	Discordo	8	13,8	7	16,28	
O CA define qual a responsabilidade do executivo principal e seus subordinados	Concordo	42	72,41	29	67,44	0,662
	Discordo	16	27,59	14	32,56	
O CA ou seus membros estabelecem contatos com rede de relacionamentos externos de interesse da empresa e usam esse relacionamento para o benefício da empresa	Concordo	34	58,62	33	76,74	0,088
	Discordo	24	41,38	10	23,26	
O CA se ocupa e lidera os assuntos relacionados à governança da empresa	Concordo	40	68,97	36	83,72	0,106
	Discordo	18	31,03	7	16,28	

O CA se ocupa da maioria dos assuntos operacionais da empresa	Concordo	13	22,41	12	27,9	0,642
	Discordo	45	77,58	31	72,09	
O CA aprova o código de conduta e regimento interno do CA	Concordo	41	70,69	33	78,57	0,489
	Discordo	17	29,31	9	21,43	
O CA toma decisões (ou as propõe para Assembléia de Acionistas) sobre os principais fatos da empresa como aquisições, desinvestimentos, estrutura de capital, dividendos	Concordo	53	91,37	42	97,67	0,236
	Discordo	5	8,61	1	2,33	
O CA supervisiona o relacionamento dos executivos com as partes relacionadas	Concordo	48	82,75	29	67,43	0,098
	Discordo	10	17,24	14	32,56	
O CA monitora os riscos da empresa	Concordo	51	87,93	34	79,07	0,276
	Discordo	7	12,07	9	20,94	
O CA indica e substitui os auditores independentes	Concordo	55	94,82	36	85,71	0,160
	Discordo	3	5,17	6	14,28	

Fonte: Questionário de empresas e administradores

¹ Nível Descritivo do Teste Exato de Fisher

Pergunta: 2. As afirmações que se seguem visam entender sua opinião sobre as atividades que Conselho de Administração (CA) ou seus membros realizam. Considere apenas as atividades do CA sobre o qual está respondendo.

O único caso em que se registrou valor de p menor que 5%, apontando a diferença entre o agrupamento dos três níveis de concordância e os três de discordância, deu-se com relação à atividade de facilitar acesso da empresa a recursos extras. Nos casos em que o presidente do CA era familiar dos controladores, o nível de concordância para esta atividade foi de 58,14%, porém, quando este não era familiar, a concordância reduziu-se para 34,48%. Em qualquer caso, o nível de concordância para a atividade é moderada.

O mesmo tipo de comparação da tabela anterior, mas desta vez a variável em questão está em o presidente executivo ser ou não familiar do acionista controlador ou de outro do bloco de controle, pode ser visto na Tabela 5.2 nos apêndices.

Entre os resultados significantes, os líderes familiares dos controladores – PE ou presidente do CA – estão positivamente associados a uma atividade relacionada com papel de serviço, não aventada nos documentos de melhores práticas.

Os administradores de empresas nas quais o PE é familiar dos controladores concordam em menor grau com a responsabilidade de o CA contratar ou demitir esse mesmo presidente.

4.3.4 A relação entre os papéis do CA e o tempo de mandato dos conselheiros

Apenas uma atividade apresenta relacionamento significativo com o tempo dos mandatos dos conselheiros e é ligada ao papel de controle: monitorar os riscos da empresa. O mandato de dois anos apresentou concordância de 96,96%, com uma diferença de 14,79 p.p. para o mandato de um ano e de 26,13 p.p. para o de três anos⁴¹

($p=0,016$).

O tempo de mandato parece não ter uma associação relevante com as atividades do CA. Apenas a atividade de monitorar os riscos da empresa está positivamente associada ao mandato, sendo maior no de dois anos.

4.3.5 A relação do papel do CA e o regimento interno

A manutenção de um regimento interno para o CA está associada a seis atividades do CA: quatro relacionadas com o papel de controle e duas com o papel de direcionamento. Na Tabela 21 apresentam-se as relações entre as distintas atividades do CA ligadas aos papéis e à existência de um regimento interno e seus índices de concordância/discordância.

⁴¹ O mandato de três anos está previsto na Lei das Sociedades por Ações (6.404/76) e não é considerada entre as boas práticas: em seu código de 2004, o IBGC recomendava um ano de mandato; em sua nova edição em consulta pública passava para até dois anos. As regras do Novo Mercado indicam mandato de até dois anos.

Tabela 21 - Distribuição da opinião sobre as atividades que o CA ou seus membros realizam por presença de Regimento Interno

Atividade	Opinião	CA tem um Regimento Interno				p ¹
		Não		Sim		
		N.º	%	N.º	%	
O CA ou seus membros exercem o papel de representação institucional da empresa	Concordo	38	60,30	23	60,53	1,000
	Discordo	25	39,70	15	39,46	
O CA é responsável por aprovar a contratação ou demissão do presidente executivo (CEO)	Concordo	58	90,61	34	89,47	1,000
	Discordo	6	9,39	4	10,52	
O CA aprova a escolha (ou dispensa) dos demais executivos sob proposta do presidente executivo (CEO)	Concordo	57	89,10	32	84,21	0,545
	Discordo	7	10,90	6	15,78	
O CA aprova a remuneração e pacotes de incentivo para os executivos que serão apresentados à Assembléia de Acionistas	Concordo	47	73,50	35	92,11	0,023
	Discordo	17	26,60	3	7,89	
O CA avalia e monitora o desempenho dos executivos e da empresa	Concordo	38	60,30	35	92,11	< 0,001
	Discordo	25	39,70	3	7,89	
O CA toma de fato as decisões sobre a estratégia da empresa	Concordo	50	79,40	33	86,84	0,427
	Discordo	13	20,60	5	13,15	
O CA discute e direciona os assuntos de sucessão dos principais cargos na empresa	Concordo	34	53,10	30	78,96	0,011
	Discordo	30	46,90	8	21,05	
O CA ou seus membros se ocupam em facilitar acesso da empresa a recursos extras, como fontes de financiamento, por exemplo	Concordo	28	43,80	18	47,37	0,837
	Discordo	36	56,20	20	52,63	
O CA ou seus membros fornecem conselho e orientação ao executivo principal e seus subordinados	Concordo	55	85,90	32	84,21	1,000
	Discordo	9	14,10	6	15,78	
O CA define qual a responsabilidade do executivo principal e seus subordinados	Concordo	40	62,50	31	81,57	0,048
	Discordo	24	37,50	7	18,42	
O CA ou seus membros estabelecem contatos com rede de relacionamentos externos de interesse da empresa e usam esse relacionamento para o benefício da empresa	Concordo	40	62,50	27	71,05	0,399
	Discordo	24	37,50	11	28,94	
O CA se ocupa e lidera os assuntos relacionados à governança da empresa	Concordo	42	65,60	35	92,1	0,004
	Discordo	22	34,40	3	7,89	
O CA se ocupa da maioria dos assuntos	Concordo	12	18,80	13	34,21	0,098

operacionais da empresa	Discordo	52	81,20	25	65,79	
O CA aprova o código de conduta e regimento interno do CA	Concordo	40	63,50	35	92,1	0,002
	Discordo	23	36,50	3	7,89	
O CA toma decisões (ou as propõe para Assembléia de Acionistas) sobre os principais fatos da empresa como aquisições, desinvestimentos, estrutura de capital, dividendos	Concordo	60	93,75	36	94,73	1,000
	Discordo	4	6,25	2	5,26	
O CA supervisiona o relacionamento dos executivos com as partes relacionadas	Concordo	46	71,90	32	84,22	0,227
	Discordo	18	28,10	6	15,79	
O CA monitora os riscos da empresa	Concordo	57	89,10	29	76,31	0,099
	Discordo	7	10,90	9	23,69	
O CA indica e substitui os auditores independentes	Concordo	55	87,30	37	97,37	0,148
	Discordo	8	12,70	1	2,63	

Fonte: Questionário de empresas e administradores

¹ Nível Descritivo do Teste Exato de Fisher

Pergunta: 2. As afirmações que se seguem visam entender sua opinião sobre as atividades que Conselho de Administração (CA) ou seus membros realizam. Considere apenas as atividades do CA sobre o qual está respondendo.

Os resultados evidenciados na Tabela 21 mostram que a existência de um regimento do CA está fortemente associada a quatro atividades ligadas ao papel de controle e duas ao de direcionamento.

Quatro atividades têm índices de concordância muito altos – 92,1% - e com diferenças relevantes do grupo sem regimento interno: 31,78 p.p. de diferença para avaliar e monitorar o desempenho de executivos e empresa ($p < 0,001$); 28,61 p.p. para aprovar o código de conduta e regimento interno do CA ($p = 0,002$); 26,47 p.p. para liderar os assuntos de governança ($p = 0,004$); e 25,82 p.p. para direcionar assuntos de sucessão (0,011).

Outras duas atividades apresentam níveis ainda altos de concordância e de diferença com o grupo sem regimento, mas inferiores aos quatro primeiros: definir a responsabilidade dos executivos com nível de concordância de 81,57% e diferença para o grupo sem regimento de 19,07% ($p = 0,048$); aprovação da remuneração dos executivos com 92,11% de concordância e 18,66% de diferença do grupo sem regimento interno ($p = 0,023$).

CAs que apresentam um regimento interno detalhando seu funcionamento e suas regras estão associadas positivamente a três práticas referidas pelo código de melhores práticas do IBGC (2004) e/ou previstas na Lei das Sociedades por Ações e ainda três das melhores práticas que figuram na versão para consulta pública da 4.^a edição do código do IBGC (2009).

Essas associações podem indicar que as empresas interessadas em realizar progressos em suas práticas deveriam considerar esta, em particular, dada sua associação com as recomendações atuais e emergentes. Igualmente, investidores poderiam observar a existência de regimentos de CA nas empresas investidas, com um indicador de entendimento de um papel do CA mais assemelhado com as melhores práticas.

4.3.6 A relação entre o papel do CA e o conselho fiscal

A existência de um conselho fiscal instalado não tem relação com as atividades do CA. No cruzamento desta variável com as atividades do CA, nenhum dos resultados apresentou níveis de significância aceitáveis⁴².

A existência de um conselho fiscal instalado parece não ter associação com as atividades relacionadas com o papel do CA.

4.3.7 A relação entre o papel do CA e o fato de o CA ter substituído o PE

Para aferir uma situação concreta de deliberação do conselho de administração e posteriormente associá-la aos papéis do CA, o questionário repetiu questionamento feito por outros pesquisadores (BLACK; CARVALHO; GORGA, 2008), identificando as empresas cujo CA houvesse de fato substituído o PE nos últimos cinco anos e observando que 20% dos CAs das empresas da amostra haviam tomado essa ação.

⁴² A Tabela 5.3, com as atividades relacionadas com a existência do conselho fiscal instalado, pode ser encontrada no Apêndice 5.

Nesta pesquisa buscaram-se mais detalhes que aqueles pesquisadores nos casos nos quais essa situação foi registrada, perguntando se o órgão havia avaliado detidamente as opções e discutido ou apenas validado (aceitado) a proposta apresentada pronta, buscando explorar o efetivo papel decisor do CA ou sua atuação apenas ratificadora de decisões fora da sala de reuniões do CA.

Nesta pesquisa, 35,38% da amostra - 23 empresas - haviam vivido a situação de substituir o PE nos últimos 5 anos. Para estas perguntou-se, ainda, se o CA havia avaliado detidamente as opções e discutido em profundidade – o que foi o caso de 12 empresas - ou apenas validado (aceitado) a proposta apresentada pronta – o que ocorreu em 11 empresas.

Na medida em que este elemento explorado é o único factual em relação à atuação do CA na pesquisa - os demais são baseados no entendimento dos respondentes - ele adquire particular importância para se averiguarem relacionamentos com as atividades e consequentemente os papéis do CA.

Na Tabela 22, mostra-se associação de o CA ter realmente discutido em profundidade a questão da substituição do CEO ou apenas ratificado decisão pronta com nove atividades em que o valor de p foi menor que 5% .

Tabela 22 - Distribuição da opinião sobre as atividades que o CA ou seus membros realizam, por substituição do presidente executivo pelo CA

		Nos últ. 5 anos o CA de fato e como órgão substituiu o presidente executivo?				p ¹
		Sim, avaliou detidamente as opções, discutiu em profundidade		Não, o CA apenas validou (aceitou) a proposta que veio apresentada pronta.		
		N.º	%	N.º	%	
O CA ou seus membros exercem o papel de representação institucional da empresa	Concordo	16	72,73	7	33,33	0,015
	Discordo	6	27,28	14	66,67	
O CA é responsável por aprovar a contratação ou demissão do presidente executivo (CEO)	Concordo	22	95,65	17	80,95	0,176
	Discordo	1	4,35	4	19,04	
O CA aprova a escolha (ou dispensa) dos demais executivos sob proposta do presidente executivo (CEO)	Concordo	22	95,65	18	85,71	0,335
	Discordo	1	4,35	3	14,28	

O CA aprova a remuneração e pacotes de incentivo para os executivos que serão apresentados à Assembléia de Acionistas	Concordo	20	86,95	8	38,09	0,001
	Discordo	3	13,05	13	61,9	
O CA avalia e monitora o desempenho dos executivos e da empresa	Concordo	20	90,91	7	33,33	< 0,001
	Discordo	2	9,09	14	66,66	
O CA toma de fato as decisões sobre a estratégia da empresa	Concordo	20	90,91	14	66,67	0,069
	Discordo	2	9,09	7	33,33	
O CA discute e direciona os assuntos de sucessão dos principais cargos na empresa	Concordo	19	82,61	5	23,81	< 0,001
	Discordo	4	17,39	16	76,19	
O CA ou seus membros se ocupam em facilitar acesso da empresa a recursos extras, como fontes de financiamento, por exemplo	Concordo	14	60,87	3	14,28	0,002
	Discordo	9	39,13	18	85,71	
O CA ou seus membros fornecem conselho e orientação ao executivo principal e seus subordinados	Concordo	20	86,95	17	80,95	0,693
	Discordo	3	13,05	4	19,04	
O CA define qual a responsabilidade do executivo principal e seus subordinados	Concordo	17	73,92	5	23,8	0,002
	Discordo	6	26,08	16	76,19	
O CA ou seus membros estabelecem contatos com rede de relacionamentos externos de interesse da empresa e usam esse relacionamento para o benefício da empresa	Concordo	17	73,91	5	23,81	0,002
	Discordo	6	26,09	16	76,19	
O CA se ocupa e lidera os assuntos relacionados à governança da empresa	Concordo	21	91,30	6	28,57	< 0,001
	Discordo	2	8,70	15	71,43	
O CA se ocupa da maioria dos assuntos operacionais da empresa	Concordo	6	26,09	3	14,28	0,462
	Discordo	17	73,91	18	85,72	
O CA aprova o código de conduta e regimento interno do CA	Concordo	20	90,91	7	33,34	< 0,001
	Discordo	2	9,09	14	66,66	
O CA toma decisões (ou as propõe para Assembléia de Acionistas) sobre os principais fatos da empresa como aquisições, desinvestimentos, estrutura de capital, dividendos	Concordo	22	95,65	17	80,95	0,176
	Discordo	1	4,35	4	19,04	
O CA supervisiona o relacionamento dos executivos com	Concordo	20	86,95	16	76,19	0,448

as partes relacionadas	Discordo	3	13,05	5	23,81	
O CA monitora os riscos da empresa	Concordo	21	91,31	17	80,96	0,403
	Discordo	2	8,69	4	19,04	
O CA indica e substitui os auditores independentes	Concordo	19	86,37	20	95,24	0,607
	Discordo	3	13,64	1	4,76	

Fonte: Questionário de empresas e administradores

¹ Nível Descritivo do Teste Exato de Fisher

Pergunta: 2. As afirmações que se seguem visam entender sua opinião sobre as atividades que Conselho de Administração (CA) ou seus membros realizam. Considere apenas as atividades do CA sobre o qual está respondendo.

Na Tabela 22 indica-se que todas as nove associações significantes foram com o grupo de empresas que realmente discutiu a substituição do CEO e em que foram observadas as maiores proporções de concordâncias - oito das atividades obtiveram nível entre 70 e 90% de concordância e apenas uma ficou na faixa dos 60 %. Além disso, também a diferença verificada entre os dois grupos foi bastante relevante.

Das nove atividades relacionadas, três estão entre as melhores práticas do IBGC (2004) e/ou da Lei da Sociedade por Ações (1976), três entre as práticas que figuram na versão em consulta pública da 4.ª edição do Código do IBGC (2009) e outras três estão associadas a atividades relacionadas com o papel de serviço.

Em seis das atividades, a diferença dos níveis de concordância entre os dois grupos foi superior a 50 p.p., o maior de toda esta pesquisa: (i) liderar assuntos de governança com um nível de concordância de 91,3% apresentou uma diferença de 62,73 p.p. do grupo que apenas ratificou a decisão; (ii) direcionar assuntos de sucessão com 82,61% de concordância e 58,8 p.p. de diferença do outro grupo; (iii) monitorar desempenho de executivos e empresa com 90,91% de concordância e 57,58 p.p. de diferença em relação ao grupo apenas ratificador da decisão; (iv) aprovar o código de conduta e regimento interno do CA com concordância de 90,91% e diferença de 57,57 p.p. em relação ao outro grupo; (v) definir a responsabilidade do CEO e seus subordinados com 73,92% de concordância e uma diferença de 50,12 p.p. em relação ao outro grupo; (vi) estabelecer contatos com rede de interesse da empresa com 73,91% de concordância e 50,1 p.p. de diferença do grupo que apenas ratificou a substituição do CEO.

Três atividades tiveram diferença entre os níveis de concordância dos dois grupos entre 30 e 49%: (i) aprovar a remuneração dos executivos com 86,95% de concordância no grupo que efetivamente discutiu a substituição do CEO e diferença para o outro grupo de 49,86 p.p. ($p=0,001$); (ii) acesso a recursos extras com índice mais baixo que os apresentados neste conjunto de associações – 60,87%, mas com 46,59 p.p. de diferença para o grupo que só ratificou a decisão ($p=0,002$) e (iii) papel de representação institucional com 72,73 % de concordância e 39,4 p.p. de diferença para o outro grupo ($p=0,015$)

Embora apenas 23 das empresas tenham vivido essa situação, a forte associação com as atividades apontam para resultados interessantes. Igualmente digno de nota é o fato de que, quando se observam essas 23 empresas pelas categorias agrupadas de seus conselheiros – controladores, minoritários, executivos, representantes de trabalhadores e independentes - registra-se uma média de menor participação de controladores de 45,52% no grupo de empresas que realmente discutiu a substituição do CEO contra 67,13% do grupo que apenas validou a proposta que veio apresentada pronta ($p=0,025$). Observa-se, porém, maior média de participação de minoritários no CA, em empresas que realmente discutiram a substituição do CEO 20,71% contra 7,63% do grupo que apenas validou a proposta ($p=0,043$).⁴³

Os CAs que de fato avaliaram e discutiram profundamente a substituição do CEO estão positivamente relacionados com nove atividades dos CAs, das quais três são referidas nas melhores práticas em vigor e três nas práticas que estão em via de serem formalizadas no código de melhores práticas. Os respondentes indicam um alto nível de concordância ao descreverem essas atividades para o seu CA.

A diferença entre os dois grupos estudados – decisor/ratificador – é a maior registrada nesta pesquisa. O grupo ratificador parece ficar bastante aquém das melhores práticas.

O elemento estudado parece ser importante diferenciador em relação aos papéis do CA podendo ser ainda mais explorado em futuras pesquisas.

⁴³ A Tabela 5.4 com os resultados completos pode ser encontrada no Apêndice 5.

4.3.8 A atuação do CA no desenvolvimento da estratégia

Depois de verificar o CA em situação concreta de decisão na seção acima, na Tabela 23 apresentam-se os dados sobre a atuação deste no desenvolvimento da estratégia.

Tabela 23 - Distribuição da opinião sobre a atuação do CA no desenvolvimento de estratégia da empresa - Resposta Múltipla

Atuação do CA no desenvolvimento de estratégia da empresa	Respostas		% de respondentes
	N.º	%	
Iniciação – Geração de propostas para utilização de recursos e estruturação de contratos	34	14.50	27.90
Aprovação – Escolha das iniciativas a serem implementadas	104	44.40	85.20
Implementação – Execução das decisões ratificadas	9	3.80	7.40
Monitoramento – Medição do desempenho dos agentes de decisão e implementação de recompensa	78	33.30	63.90
Nenhuma das anteriores	9	3.80	7.40
Total	234	100.00	

Fonte: Questionário de Administradores

122 respondentes

Pergunta: Escolha quantas alternativas forem necessárias para descrever a atuação do desenvolvimento da estratégia da empresa?

Ao classificar a atuação do CA escolhendo entre múltiplas respostas, os respondentes parecem estar consideravelmente informados sobre a atuação do CA na etapa de aprovação, com 44,40% da frequência de respostas e 85,20% dos respondentes, como previsto no modelo de Fama e Jensen (1983). Eles indicam que o conselho deve ocupar-se das etapas de aprovação e monitoramento, enquanto os gestores se ocupam da iniciação e implementação. O mesmo raciocínio não se aplica para a etapa de monitoramento, que obteve 33,30% das respostas e 63,90% dos respondentes, indicando uma atuação mais fraca nesta etapa. 27,90% dos respondentes indicaram que o conselho deve envolver-se na iniciação do processo de decisão, talvez entendendo que o gerar de uma simples ideia poderia ser considerado como iniciação, embora o modelo indicasse algo bastante mais elaborado que isso. 7,40% dos respondentes acha que o conselho deve envolver-se na implementação, o que contraria não só este modelo, mas todas as principais referências de boas práticas.

Os resultados estão de acordo com aqueles obtidos por Muritiba (2009) que, embora usando modelo de classificação distinto para etapas do desenvolvimento da estratégia, encontrou que os CA se envolvem mais nas premissas e depois na formulação, do que nas demais etapas de gestão estratégica, implantação e controle.

Os resultados desta pesquisa indicam que há variação no entendimento do papel a ser exercido pelo CA no desenvolvimento da estratégia indicando maior aprofundamento e discussão desse papel. Os resultados permitem a discussão de que há espaço para os conselheiros darem maior importância para a etapa de monitoramento, incluindo a medição de desempenho dos envolvidos.

Quando os resultados são cruzados com as respostas obtidas no questionário aplicado às empresas e comparando-os com o fato de o CA ter ou não um regimento interno, observa-se que a associação da etapa de monitoramento da implantação da estratégia está mais associada com CAs onde há o regimento com uma diferença de 34,21 p.p do grupo sem regimento ($p=0,001$). A mesma etapa de monitoramento está positivamente associada com as empresas que, ao substituírem seus presidentes executivos, reservaram ao CA uma atuação de avaliação e discussão profunda da proposta e a diferença para o grupo que apenas validou proposta pronta é de 63,97p.p. ($p=0,001$).⁴⁴

Ainda se comparando com as 23 empresas que substituíram seus PEs, a etapa de implantação da estratégia que não deveria ser feita pelo CA, mas pela gestão, observa-se que o grupo que discutiu profundamente está mais associado com esta etapa, com uma diferença de 21,74p.p. do grupo que apenas validou proposta pronta ($p=0,050$), indicando que os conselhos que realmente se envolveram nesse tipo de decisão poderão ser excessivamente operadores, realizando parte das atividades supostamente de responsabilidade da gestão⁴⁵. Aqui, mais uma vez, cabe observar o alto índice de respondentes considerados internos (controladores, executivos e familiares) que pelo seu nível de concentração de poder podem efetivamente estar envolvidos na implantação, indicando uma deficiência na separação de papéis entre CA e gestão. A mesma etapa de implantação está associada com o fato de o presidente do CA ser familiar do grupo controlador com uma diferença de 25 p.p. para o grupo cujo PCA não é

⁴⁴ Os resultados completos podem ser vistos na Tabelas 5.5 e 5.6 no Apêndice 5.

⁴⁵ Os resultados completos podem ser vistos na Tabelas 5.6 no Apêndice 5.

familiar ($p=0,016$)⁴⁶. Aqui também se aplica o raciocínio sobre deficiências nas limitações de responsabilidades dos dois órgãos de governança, quando liderados por pessoas com maior nível de relacionamento com as instâncias de poder da empresa.

4.3.9 Atividades que o CA faz e não deveria fazer

Prevendo que grande parte dos respondentes fosse de administradores considerados internos (executivos e conselheiros ligados aos controladores ou à família destes) ou ainda que demais administradores poderiam emitir um juízo pouco crítico sobre as atividades de seu CA, o questionário introduziu, separadamente e distante da pergunta sobre as atividades que realizam, questões que buscavam identificar o que os conselhos fazem e não deveriam e não fazem mas deveriam. A intenção foi dupla: permitir uma visão mais crítica dos administradores sobre seus papéis e observar possíveis inconsistências entre as primeiras respostas sobre atividades e essas. Além dos 17 itens⁴⁷ investigados na questão inicial, foram adicionados aqui elementos das questões relacionadas com o estilo do CA cujos resultados serão descritos adiante.

Na Tabela 24, a visão dos administradores sobre as atividades que seus conselhos realizam e que não deveriam.

Tabela 24 - Distribuição das atividades que o CA da empresa FAZ e não deveria fazer

Atividades	Respostas		% de respondentes
	N.º	%	
Discutir e direcionar assuntos de sucessão dos principais cargos na empresa	3	4,80	8,30
Exercer o papel de representação institucional da empresa	3	4,80	8,30
Avaliar e monitorar o desempenho dos executivos e da empresa	1	1,60	2,80
Tomar de fato as decisões sobre a estratégia da empresa	1	1,60	2,80

⁴⁶ Os resultados completos podem ser vistos na Tabelas 5.7 no Apêndice 5.

⁴⁷ Devido a erro no momento de digitação do questionário, um item investigado foi omitido da lista de opções oferecidas aos respondentes e cujos resultados são mostrados nas Tabelas 24 e 25: Aprovação e escolha (ou dispensa) dos demais executivos sob proposta do presidente executivo (CEO).

Facilitar acesso da empresa a recursos extras, como fontes de financiamento, por exemplo	5	7,90	13,90
Fornecer conselho e orientação ao executivo principal e seus subordinados	3	4,80	8,30
Definir a responsabilidade do executivo principal e seus subordinados	1	1,60	2,80
Estabelecer contatos com rede de relacionamentos externos de interesse da empresa e usam esse relacionamento para o benefício da empresa	4	6,30	11,10
Ocupar-se da maioria dos assuntos operacionais as empresa?	14	22,20	38,90
Aprovar o código de conduta e regimento interno do CA	1	1,60	2,80
Supervisionar o relacionamento dos executivos com as partes relacionadas	2	3,20	5,60
Indicar e substitui os auditores independentes	3	4,80	8,30
Cumprir formalidade legal	5	7,90	13,90
Ratificar decisões da gestão com pouca participação a critério do presidente executivo	14	22,20	38,90
Deliberar efetivamente	1	1,60	2,80
Outra.	2	3,20	5,60
Total	63	100,00	

Fonte: Questionário de Administradores
36 respondentes

Pergunta: Qual a atividade que o CA da empresa em questão não faz e deveria fazer

Os resultados apresentados na Tabela 24 indicam que 38,90% dos respondentes ainda veem seus conselhos ocupando-se da maior parte dos assuntos operacionais da empresa, em desacordo com as práticas recomendadas. Interessante contrapor esse resultado com aquele verificado com base numa questão apresentada na Tabela 19 quando apenas 26,23% dos respondentes concordavam de alguma forma que o CA em questão se ocupasse das questões operacionais.

Igualmente, 38,90% dos respondentes veem seus CAs apenas ratificando decisões da gestão a critério do presidente, com pouca participação. Esse índice é superior ao registrado na Tabela 26 quando os respondentes foram instados a graduar a atuação do CA entre três níveis de participação e três de ratificação. Para o nível de ratificação que mantém exatamente a frase

desta questão, apenas 7,40% dos respondentes a escolheram quando apenas 15,70% escolheram os três níveis de graduação de ratificação, índices bem inferiores aos registrados aqui quando os respondentes foram convidados a refletir sobre os problemas de seu CA.

Ao observar mais detalhadamente as respostas dos 14 respondentes na Tabela 24 e que apontaram a atitude de ratificar a critério do presidente executivo como algo que o CA não deveria fazer, observa-se quais das atividades recebem menos concordância. Entre as atividades relacionadas com o papel de controle e direcionamento, as que obtiveram menor concordância desses 14 respondentes foram: direcionar assuntos de sucessão; liderar assuntos de governança; tomar de fato decisões de estratégia; supervisionar relacionamento dos executivos com as partes interessadas e monitorar riscos.

Também interessante é contrapor os resultados da Tabela 24 com aqueles da Tabela 19 que indicam forte atuação dos conselhos em tomadas de decisão como sobre os principais fatos da empresa (93,44%), a indicação de auditores (88,43%), a aprovação da contratação/demissão do CEO (90,16%), a aprovação da escolha/dispensa dos demais executivos (87,60%). Se há índices tão altos de concordância sobre a realização dessas atividades de deliberação do CA, como isso se explica com o índice de 38,90% dos respondentes entenderem que seus conselhos apenas ratificam as decisões é uma questão para reflexão e investigação adicional.

Os resultados aqui obtidos podem ser considerados sob a luz do modelo de Nadler, Behan e Nadler (2006) descrito no Capítulo 2 de Revisão da Literatura e seus cinco arquétipos de acordo com o nível de engajamento dos CAs, variando de passivos a operadores – o nível máximo de engajamento. Os resultados acima descritos poderiam indicar que parte dos respondentes vislumbram seus CAs como ratificadores enquanto outros acham que seus CAs são operadores, por se ocuparem de muitos assuntos operacionais. Nos dois casos, longe do modelo mais indicado para CAs em tempos de normalidade.

4.3.10 Atividades que o CA não faz e deveria fazer

Como na questão da tabela anterior, esta igualmente visava observar possíveis inconsistências entre as primeiras respostas do questionário proposto aos administradores sobre atividades e estas respostas.. Neste caso, buscava-se ainda observar a importância dada pelos

administradores às atividades que delineariam os papéis exercidos pelo CA. Na Tabela 25 registra-se a visão dos administradores sobre as atividades que seus conselhos não fazem, mas deveriam.

Tabela 25 - Distribuição das atividades que o CA da empresa NÃO FAZ e deveria fazer

Atividades	Respostas		% de respondentes
	N.º	%	
Exercer o papel de representação institucional da empresa	11	4,30	12,20
Contratar e demitir o presidente executivo (CEO)	10	3,90	11,10
Aprovar a remuneração e pacotes de incentivo para os executivos que serão enviados à Assembléia de Acionistas	10	3,90	11,10
Avaliar e monitorar o desempenho dos executivos e da empresa	24	9,40	26,70
Tomar de fato as decisões sobre a estratégia da empresa	25	9,80	27,80
Discutir e direcionar assuntos de sucessão dos principais cargos na empresa	37	14,60	41,10
Facilitar acesso da empresa a recursos extras, como fontes de financiamento, por exemplo	14	5,50	15,60
Fornecer conselho e orientação ao executivo principal e seus subordinados	10	3,90	11,10
Definir a responsabilidade do executivo principal e seus subordinados	5	2,00	5,60
Estabelecer contatos com rede de relacionamentos externos de interesse da empresa e usam esse relacionamento para o benefício da empresa	23	9,10	25,60
Ocupar-se e liderar os assuntos relacionados à governança da empresa	19	7,50	21,10
Ocupar-se da maioria dos assuntos operacionais da empresa?	4	1,60	4,40
Aprovar o código de conduta e regimento interno do CA	11	4,30	12,20
Tomar decisões (ou as propor para Assembléia de Acionistas) sobre os principais fatos da empresa como aquisições, desinvestimentos, estrutura de capital, dividendos	7	2,80	7,80
Supervisionar o relacionamento dos executivos com as partes relacionadas	8	3,10	8,90
Monitorar os riscos da empresa.	27	10,60	30,00
Indicar e substitui os auditores independentes	1	0,40	1,10
Cumprir formalidade legal	1	0,40	1,10

Ratificar decisões da gestão com pouca participação a critério do presidente executivo	1	0,40	1,10
Deliberar efetivamente	5	2,00	5,60
Outra	1	0,40	1,10
Total	254	100,00	

Fonte: Questionário de Administradores

90 respondentes

Pergunta: Qual a atividade que o CA da empresa em questão faz e não deveria fazer

Pela Tabela 25, a grande prioridade dos administradores não atendida por seus conselhos está em ocupar-se dos assuntos de sucessão com 41,10% dos respondentes marcando esse item. O segundo item (com 30%) fica por conta da atividade de monitorar os riscos seguido de tomar de fato as decisões sobre a estratégia da empresa, com 27,80%; avaliar e monitorar o desempenho dos executivos e da empresa ficou com 26,70%, e estabelecer contatos com rede de relacionamentos externos de interesse da empresa e usar esse relacionamento para o benefício da empresa, com 25,60%. Cabe destacar que das quatro práticas ausentes dos CAs investigados, três são integrantes do código de melhores práticas em vigor e uma consta da nova edição em processo de finalização quando esta dissertação era finalizada.

Mais uma vez parte desses resultados são intrigantes quando comparados com aqueles da Tabela 19. Mais uma vez os respondentes parecem menos críticos naquela questão inicial, já que apenas 35,25% diziam que o CA em questão não se ocupava dos assuntos de sucessão contra 41,10% desta pesquisa.. Quanto a monitorar os riscos, os 30% identificados aqui atingiram naquela questão apenas 14,75%.

38,9% dos CAs estudados ainda se ocupam da maioria dos assuntos operacionais e apenas ratificam decisões prévias da gestão.

A maior lacuna nos CAs estudados está em não direcionar os assuntos de sucessão, seguida de não decidir de fato a estratégia, não monitorar desempenho do executivo e da empresa e não estabelecer contatos de interesse da empresa.

4.3.11 O estilo da atuação do CA

Na Tabela 26, tem-se a visão dos respondentes quanto ao estilo da atuação do CA, particularmente sobre seu nível de participação ou ratificação das decisões.

Tabela 26 - Distribuição da opinião sobre a descrição do CA como órgão dentro da empresa

Atuação	N.º	%
Total	122	100,00
Participa intensamente das discussões, questiona e toma efetivamente decisões sobre os principais fatos da empresa	38	31,40
Participa das discussões, questiona e toma efetivamente decisões sobre os principais fatos da empresa	40	33,10
Participa parcialmente das discussões, questiona e toma efetivamente decisões sobre os principais fatos da empresa	24	19,80
Ratifica decisões da gestão com pouca participação, a critério do presidente executivo	9	7,40
Ratifica em parte as decisões da gestão com pouca participação, a critério do presidente executivo	7	5,80
Só ratifica decisões da gestão com pouca participação, a critério do presidente executivo	3	2,50
Não resposta	1	100,00

Fonte: Questionário de Administradores

Pergunta: Identifique qual das duas frases melhor descreve o CA como órgão dentro da empresa em questão, fazendo sua escolha.

Os resultados indicam que 84,3% dos respondentes entendem que o CA participa de alguma forma das discussões sobre os principais fatos da empresa, enquanto apenas 15,70% veem o CA apenas com um papel de ratificação. Mais uma vez esses dados devem ser considerados com precaução pelo alto índice de respondentes ligados aos controladores e executivos, o que pode expressar uma visão mais positiva das práticas. Esses resultados também poderiam ser comparados com os da Tabela 24: o índice aponta ratificação muito maior do que as práticas.

Na Tabela 27 apresentam-se as respostas dos administradores distribuídas pelas informações obtidas das empresas, quanto ao fato de o presidente executivo ser ou não familiar dos controladores.

Tabela 27 - Distribuição da descrição do CA como órgão dentro da empresa por relação do presidente executivo com o acionista controlador ou de outro do bloco de controle

Descrição	O presidente executivo é familiar do acionista controlador ou de outro do bloco de controle?			
	Não		Sim	
	N	%	N	%
Participa intensamente das discussões, questiona e toma efetivamente decisões sobre os principais fatos da empresa	17	26,98%	10	27,03%
Participa das discussões, questiona e toma efetivamente decisões sobre os principais fatos da empresa	28	44,44%	9	24,32%
Participa parcialmente das discussões, questiona e toma efetivamente decisões sobre os principais fatos da empresa	12	19,05%	10	27,03%
Ratifica decisões da gestão com pouca participação, a critério do presidente executivo	3	4,76%	5	13,51%
Ratifica em parte as decisões da gestão com pouca participação, a critério do presidente executivo	2	3,17%	3	8,11%
Só ratifica decisões da gestão com pouca participação, a critério do presidente executivo	1	1,59%	0	0,00%

Fonte: Questionário de Administradores

Pergunta: Identifique qual das duas frases melhor descreve o CA como órgão dentro da empresa em questão, fazendo sua escolha.

Os resultados indicam que 90,47% dos respondentes que escolheram entre os três níveis de participação para descrever o estilo de seu CA são de empresas em que o PE não é familiar dos acionistas controladores, enquanto nas empresas em que isso não ocorre esse percentual de respostas cai para 78,38%.

A presença de um conselho fiscal instalado também parece associado a níveis de participação em oposição à ratificação apenas. Na mesma base de comparação acima, os respondentes de empresas com conselho fiscal que escolheram os três níveis de participação são 92,86% enquanto nas respostas das empresas sem conselho fiscal a escolha dos três níveis de participação foi só de 77,78%, indicando maior nível de ratificação apenas para estas últimas.⁴⁸

⁴⁸ Os resultados completos dessa distribuição podem ser vistos na Tabela 5.8 do Apêndice 5 .

Quando os resultados sobre os níveis de participação-ratificação são contrapostos com aqueles das 23 empresas que nos últimos cinco anos substituíram seu presidente executivo, eles são consistentes com os observados na Tabela 24 e com o que seria esperado. Nas empresas que afirmaram que avaliaram detidamente e discutiram profundamente o tema, 99,99% dos respondentes optaram pelos três níveis de participação, enquanto 80,95% dos respondentes das empresas cujos CAs apenas validaram proposta pronta escolheram esses níveis, uma diferença de 19,04% entre os dois grupos, indicando maior nível de ratificação apenas para aqueles cujo CA apenas validou proposta pronta.⁴⁹

Na Tabela 28 continua-se com a natureza da atuação, desta vez apresentando-se a atividade-passividade dos CAs.

Tabela 28 - Distribuição da atuação do CA - Ativo x Passivo

Ativo x Passivo	N.º	%
Total	122	100,00
1 (Ativo)	38	31,10
2	39	32,00
3	30	24,60
4	7	5,70
5	5	4,10
6 (Passivo)	3	2,50

Fonte: Questionário de Administradores

Pergunta: Identifique qual das duas palavras melhor descreve atuação do CA em questão como órgão.

Os resultados evidenciados na Tabela 28 indicam que 87,7% dos respondentes percebem seu CA como mais ativo que passivo. Na Tabela 29, segue-se com a natureza da atuação, desta vez mostrando o nível de independência dos CAs.

Tabela 29 - Distribuição da atuação do CA - Independente x Dependente

Independente x Dependente	N.º	%
Total	122	100,00
1 (Independente)	31	25,40
2	32	26,20

⁴⁹ Os resultados completos dessa distribuição podem ser vistos na Tabela 5.9 do Apêndice 5.

3	30	24,60
4	18	14,80
5	10	8,20
6 (Dependente)	1	0,80

Fonte: Questionário de Administradores

Pergunta: Identifique qual das duas palavras melhor descreve atuação do CA em questão como órgão.

Na Tabela 29 vê-se que 76,2 % dos respondentes percebem o seu CA como mais independente do que dependente.

4.3.12 A relevância da atuação do CA

Na Tabela 30, apresentam-se os resultados da relevância do CA, de acordo com seu caráter deliberativo ou consultivo.

Tabela 30 - Distribuição da atuação do CA - Deliberativo x Consultivo

Deliberativo x Consultivo	N.º	%
Total	122	100,00
1 (Deliberativo)	52	42,60
2	26	21,30
3	21	17,20
4	13	10,70
5	6	4,90
6 (Consultivo)	4	3,30

Fonte: Questionário de Administradores

Pergunta: Identifique qual das duas palavras melhor descreve a atuação do CA em questão como órgão.

Os resultados apresentados na Tabela 30 apontam que 81,1% dos respondentes acreditam ser seu CA mais deliberativo que consultivo; 42,60% atribuem o maior grau de deliberativo da escala.

Na Tabela 31, a opinião dos respondentes sobre a relevância-irrelevância do CA.

Tabela 31 - Distribuição da atuação do CA - Relevante nesta empresa x Irrelevante nesta empresa

Relevante nesta empresa x Irrelevante nesta empresa	N.º	%
Total	122	100,00
1 (Relevante)	72	59,00
2	25	20,50
3	15	12,30
4	7	5,70
5	1	0,80
6 (Irrelevante)	2	1,60

Fonte: Questionário de Administradores

Pergunta: Identifique qual das duas palavras melhor descreve atuação do CA em questão como órgão.

91,80% dos respondentes indicaram que vêem seu CA como relevante. A maioria, 59,00%, atribui o maior nível de relevância da escala, como se mostra na Tabela 31. Na Tabela 32 indica-se o nível de resposta sobre se o CA delibera efetivamente ou cumpre principalmente uma formalidade legal.

Tabela 32 - Distribuição da atuação do CA - Delibera efetivamente x Cumpre principalmente requisito ou formalidade legal

Delibera efetivamente x Cumpre principalmente requisito ou formalidade legal	N.º	%
Total	122	100,00
1 (Delibera efetivamente)	60	49,20
2	36	29,50
3	9	7,40
4	8	6,60
5	5	4,10
6 (Cumpre principalmente requisito ou formalidade legal)	4	3,30

Fonte: Questionário de Administradores

Pergunta: Identifique qual das duas palavras melhor descreve atuação do CA em questão como órgão.

Neste caso, o nível de respostas para efetiva deliberação é inferior àquele acima, 86,10%. Esses dados também conflitam com os resultados mostrados nas Tabelas 25 e 26.

Os resultados apresentados da Tabela 26 à Tabela 32 devem ser, particularmente, tomados com precaução tendo em vista o fato de o grande número de respondentes serem ligados aos controladores e executivos das empresas.

Na Tabela 33 mostra-se a distribuição da opinião sobre a atuação do CA nas distintas características em relação ao seu estilo, *vis-à-vis* ao fato de o presidente do CA ser familiar do acionista controlador.

Tabela 33 - Distribuição da opinião da atuação do CA como órgão por relação do presidente do CA com o acionista controlador ou de outro do bloco de controle

		O presidente do CA é familiar do acionista controlador ou de outro do bloco de controle?				p ¹
		Não		Sim		
		N.º	%	N.º	%	
Ativo x Passivo	1	19	32,76	8	18,60	0,015
	2	25	43,10	11	25,58	
	3	9	15,52	18	41,86	
	4	2	3,45	4	9,30	
	5	2	3,45	2	4,65	
	6	1	1,72	0	0,00	
Independente x Dependente	1	18	31,03	9	20,93	0,647
	2	12	20,69	10	23,26	
	3	13	22,41	14	32,56	
	4	11	18,97	6	13,95	
	5	4	6,90	4	9,30	
Deliberativo x Consultivo	1	30	51,72	11	25,58	0,027
	2	13	22,41	12	27,91	
	3	7	12,07	9	20,93	
	4	3	5,17	9	20,93	
	5	4	6,90	2	4,65	
	6	1	1,72	0	0,00	
Relevante nesta empresa x Irrelevante nesta empresa	1	42	72,41	15	34,88	< 0,001
	2	9	15,52	14	32,56	
	3	2	3,45	10	23,26	
	4	4	6,90	3	6,98	
	5	0	0,00	1	2,33	
	6	1	1,72	0	0,00	
Delibera efetivamente x Cumpre principalmente requisito ou formalidade legal	1	39	67,24	9	20,93	<0,001
	2	11	18,97	21	48,84	
	3	3	5,17	5	11,63	
	4	2	3,45	5	11,63	

5	1	1,72	3	6,98
6	2	3,45	0	0,00

¹ Nível Descritivo do Teste Exato de Fisher

Fonte: Questionário de empresas e administradores

Os resultados na Tabela 33 indicam que a situação de o presidente do CA ser ou não membro da família dos controladores está associada com o estilo requerido nas melhores práticas para um CA: mais ativo que passivo, deliberativo e não consultivo apenas, relevante e que delibera efetivamente, que não cumpre, apenas, formalidade legal.

Os níveis de concordância para o estilo mais recomendado para atuação do CA é bastante alto, o que pode ser atribuído ao elevado índice de respondentes internos (controladores ou seus familiares e executivos) que poderiam ter uma visão menos crítica do CA que resulta de sua própria decisão e visão, ou, ainda, fruto de viés dos respondentes que prefeririam que seus conselhos fossem bem avaliados na pesquisa, mesmo quando o sigilo foi assegurado para respondentes e empresas.

As respostas relativas ao estilo do CA também apresentam certa inconsistência com os resultados mostrados nas Tabelas 29 e 30. Esse quadro indica que futuras pesquisas devem promover melhorias nas ferramentas utilizadas para a obtenção de dados mais precisos sobre o estilo dos CAs.

Quando contrapostos com as informações obtidas nas empresas, observa-se que a ausência de um presidente do CA familiar do acionista controlador está associada positivamente ao estilo de atuação em relação ao nível de atividade, deliberação e relevância do CA.

4.4 Resultados com base em distintos modelos de análise

Originalmente, considerou-se a utilização de um único modelo de análise, a Modelagem de Equações Estruturais (*Structural Equation Modeling* - SEM), modelo multivariado que permite a avaliação de relações complexas e permite observar as várias relações de dependência entre as variáveis. O modelo captura não apenas aquelas variáveis relacionadas entre si, mas identifica a possibilidade de uma variável dependente de uma equação vir a ser a

variável independente numa outra. A motivação para sua escolha repousa ainda no fato de esta metodologia permitir incorporar variáveis latentes - elaboradas com base em variáveis observáveis que lhes servem de indicadores - e variáveis observadas - captadas diretamente no questionário ou em fontes secundárias, parecendo bastante adequada para a exploração de relações entre variáveis relativas às atividades do CA e sua associação com os papéis que o órgão exerce no sistema de governança das empresas.

Os resultados obtidos por meio da SEM conduziram a suspeitas sobre sua adequação, o que será explicado na Seção 4.5. De qualquer forma, por entender que alguns dos achados a partir da aplicação da SEM possam ser úteis para futuras pesquisas tanto do ponto de vista metodológico quanto daquele relacionado às práticas de conselho, esta pesquisa apresenta como foi feita a modelagem de equações estruturais, destacando alguns dos resultados obtidos a partir desse modelo.

O modelo alternativo explorado foi o Modelo de Equações Simultâneas. O resultado foi um modelo altamente estável, mas com menor capacidade de explicação estatística. Adotando-se uma atitude mais cautelosa e conservadora, elegeram-se os resultados obtidos com este modelo como os principais resultados desta pesquisa.

A seguir, é apresentada uma breve descrição do caminho de pesquisa percorrido, destacando-se alguns dos achados pela SEM. Na sequência, apresenta-se de forma detalhada os resultados obtidos pelo modelo de equações simultâneas, eleito como o principal do trabalho.

4.5 Resultados do Modelo de Equações Estruturais

A modelagem de equações estruturais mostrou-se adequada com a aplicação de medidas de ajuste, dentro dos critérios estabelecidos por HAIR *et al* (2005). Na Tabela 34, apresentam-se as quatro principais medidas de qualidade de ajuste para o modelo aqui destacadas.

Tabela 34 - Medidas de qualidade de ajuste do modelo

<i>Goodness of Fit Index (GFI)</i>	0,8974
<i>GFI Adjusted for Degrees of Freedom (AGFI)</i>	0,8204
<i>Chi-Square</i>	76,6478
<i>Chi-Square DF</i>	60
<i>Pr > Chi-Square</i>	0,0724
<i>RMSEA Estimate</i>	0,0565

Com as medidas de adequação apresentadas na Tabela 34, observa-se que o modelo foi consistente com os dados ($\chi^2 = 76,65$; $gl=60$; $p = 0,0724$)

Dada a limitação da extensão da amostra – 88 observações válidas com todas as informações nas principais variáveis⁵⁰ - não foi possível levar-se adiante o modelo originalmente concebido para este estudo, que incluía todas as variáveis descritas no Quadro 8. Dessa forma, optou-se por partir de um modelo que considerasse inicialmente somente os construtos Controle, Direcionamento e Serviços, para depois se incorporarem os construtos de Estilo e Nível Decisório do CA. Só então se incorporarem os construtos de Estrutura do CA, Endogenia/Exogenia, Funcionamento do CA, Concentração de Poder, Estrutura de Propriedade e Tipo de Propriedade. Todas as variáveis foram testadas nesse mesmo momento após a incorporação dos constructos, entretanto apenas algumas se mostraram significantes ou apresentaram indicadores adequados.

Após a realização de diversas etapas relativas à estimação, à avaliação de ajuste de acordo com os indicadores de qualidade de ajuste (Qui-quadrado, GFI, AGFI e RMSEA) e às reespecificações do modelo (inclusão ou exclusão de variáveis não significantes), obteve-se o

⁵⁰ Q2.2.1 a Q2.2.12 e Q2.2. 14 a Q2.2.18, Q2.3, Q2.5.1 a Q2.5.5, porcentagem de reuniões, porcentagem de *conference call*, porcentagem de outras formas de reunião, BD, SE, FP, CONS2007, FAM2007, VarFAM, SOE2007, VarSOE, SBH2007, VarSBH, FOR2007, varFOR, SET, VarCONS, VDIR12007, VarVDIR1, WEDGE12007, varWEDGE1, VDIR32007, VarVDIR3, WEDGE32007, VarWEDGE3, concentração de poder, concentração de cargo, TAM, ADR2007, VarADR, NM2007, VarNM, N2_2007,VarN2, Número de conselheiros, participação de controladores, acionistas minoritários, conselheiros independentes e executivos.

resultado final apresentado na Tabela 35 e no Diagrama 1. A SEM apresenta as estimativas dos coeficientes das equações na forma padronizada e não padronizada.

Em geral, os coeficientes são interpretados na forma padronizada, o que permite avaliar as intensidades dos efeitos, independentemente da escala das variáveis.

Tabela 35 - Estimativas dos coeficientes da regressão (EP)*

	Fator de Controle	Fator de Direc.	Fator Estilo	Nível Decisório	N.º de comitês de Direc.	Part. Invest.Inst. - Banco de Desenv. 2007	Conc. de Poder	IGCCONS 2007
Q2.4**	0,978 (0,08)							
Q2.5	0,916 (0,07)							
Q2.7	0,933 (0,08)							
Q2.10	0,939 (0,078)							
Q2.6		0,987 (0,081)						
Q2.12		1,084 (0,081)						
Q3			0,973 (0,08)					
Q5.1			1,028 (0,065)					
Q5.4				1,003 (0,055)				
Q5.5				1,208 (0,057)				
Estilo					-0,47 (0,139)	0,083 (0,039)		
Nível Decisório			0,881 (0,11)				-0,079 (0,049)	
Direc.								0,414 (0,106)
Controle	0,936 (0,088)							

*(EP)- Erro-padrão apresentado entre parênteses⁵¹.

**Os elementos iniciados com Q correspondem às variáveis estabelecidas a partir de perguntas do questionário descritas no Quadro 4 na Seção 3.3.

⁵¹ Nesta pesquisa preferiu-se utilizar o Erro-Padrão e não a estatística t de Student, pelo fato de a distribuição das variáveis não se apresentar normal.

Tabela 36 - Estimativas dos coeficientes padronizados da regressão (EP)

	Fator de Controle	Fator de Direc.	Fator Estilo	Nível Decisório	No. de comitês de Direc.	Part. Invest.Inst. - Banco de Desenv. 2007	Conc. de Poder	IGCCONS 2007
Q2.4	0,796							
Q2.5	0,834							
Q2.7	0,785							
Q2.10	0,795							
Q2.6		0,884						
Q2.12		0,924						
Q3			0,83					
Q5.1			0,94					
Q5.4				0,919				
Q5.5				0,935				
Estilo					-0,311	0,201		
Nível Decisório			0,931				-0,092	
Direc.								0,372
Controle		0,842						

Este modelo apontou para as seguintes relações apresentadas no Diagrama 1 e detalhadas a seguir.

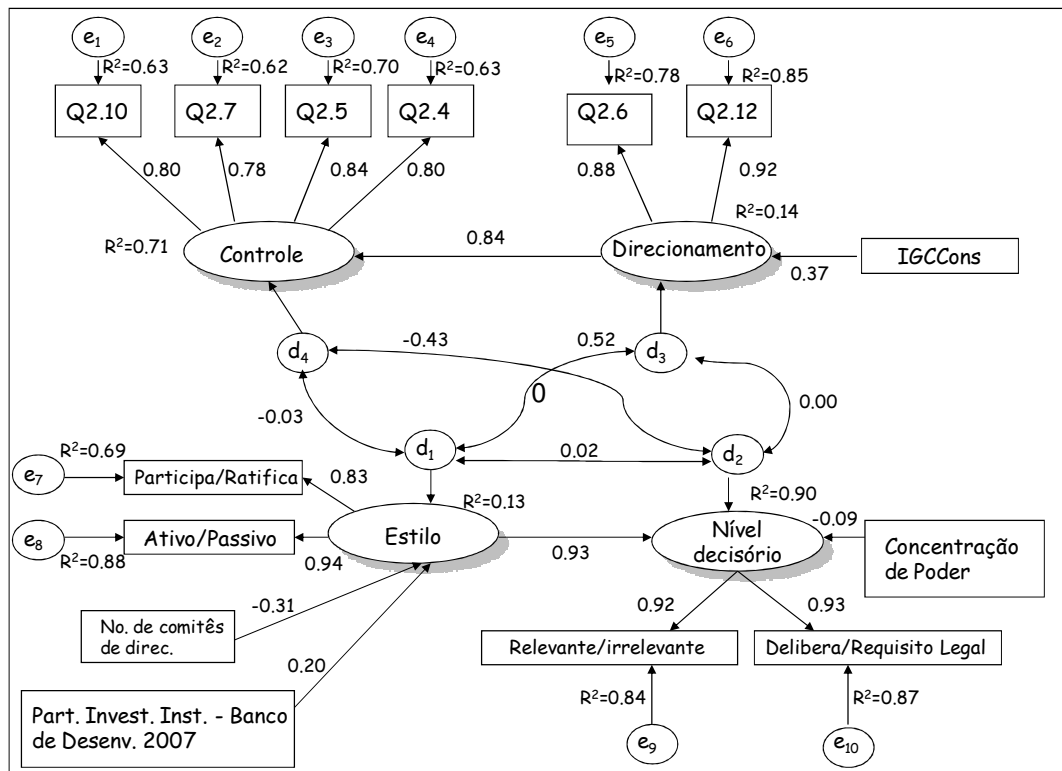


Diagrama 1 - Modelo Final - Coeficientes padronizados

4.5.1 Papel de Controle do CA

Dos nove itens que inicialmente estariam relacionados com o constructo latente, atividades de controle do CA⁵², apenas quatro permaneceram no modelo depois das distintas etapas de estimação e apresentaram os seguintes níveis de explicação pelo fator *controle*:

- 70% da variabilidade da opinião sobre “O CA avalia e monitora o desempenho dos executivos e da empresa.” (Q2.5) são explicados pelo fator *controle*;
- 63% da variabilidade da opinião sobre “O CA aprova a remuneração e pacotes de incentivo para os executivos que serão apresentados à Assembléia de Acionistas.” (Q2.4) e “O CA define qual a responsabilidade do executivo principal e seus subordinados.” (Q2.10) são explicados pelo fator *controle*;
- 62% da variabilidade da opinião sobre “O CA discute e direciona os assuntos de sucessão dos principais cargos na empresa.” (Q2.7) são explicados pelo fator de *controle*;

Esses percentuais apontam que parte razoável do comportamento (variabilidade) das opiniões é explicada pelo constructo controle do CA. Além disso, quanto maior a concordância dessas opiniões, maior será o valor desse fator.⁵³ Estes resultados indicam que um CA com maior papel de controle é aquele que avalia e monitora o desempenho dos executivos e da empresa, aprova a remuneração e discute a sucessão.

4.5.2 Papel de Direcionamento do CA

Dos três itens que inicialmente estariam relacionados com o constructo latente, atividades de direcionamento do CA, apenas dois permaneceram no modelo e apresentaram os seguintes níveis de explicação pelo fator *direcionamento*:

⁵² Ver Quadro 4: Atividades do Conselho associadas aos distintos papéis como parte do questionário na Seção 3.3

⁵³ Comparando-se esse resultado com a análise fatorial exploratória, verificou-se que esse constructo corresponde ao primeiro fator, responsável pela maior parcela da variabilidade explicada dos 9 itens. Os itens excluídos correspondem àqueles com as maiores cargas fatoriais no segundo fator.

- 85% da variabilidade da opinião sobre “O CA se ocupa e lidera os assuntos relacionados com a governança da empresa.” (Q2.12) são explicados pelo fator *direcionamento*;
- 78% da variabilidade da opinião sobre “O CA toma de fato as decisões sobre a estratégia da empresa.” (Q2.6) são explicados pelo fator *direcionamento*.

Esses percentuais apontam que boa parte do comportamento (variabilidade) das opiniões é explicada pelo constructo atividades de direcionamento do CA. Além disso, quanto maior a concordância dessas opiniões, maior será o valor desse fator.⁵⁴ Assim, níveis maiores do papel de direcionamento do CA estão associados com suas atividades de liderar os assuntos de governança e tomar de fato as decisões sobre a estratégia.

Adicionalmente às relações descritas, o índice de governança corporativa de 2007 (IGCCONS2007) influencia positivamente (coeficiente da regressão padronizado de +0,37) o fator *direcionamento* e mostra que quanto maior o valor do índice, maior o nível de *direcionamento*. Entretanto a capacidade explicativa dessa variável é bastante reduzida (14%).

O fator *direcionamento* do CA influencia positivamente (coeficiente da regressão padronizada de 0,84) o fator *controle* e mostra que quanto maior o nível de *direcionamento* do CA, maior será a atividade do controle dele. Além disso, verifica-se que 71% do comportamento do fator atividade de controle são explicados pelo *direcionamento*.

4.5.3 Estilo do CA

Outro construto que permaneceu no modelo foi o de Estilo do CA⁵⁵. Dos três itens que inicialmente estariam relacionados com o constructo latente, Estilo do CA, apenas dois permaneceram no modelo, Ativo/Passivo e Participa/Ratifica. Nesses casos, o nível de explicação do fator *estilo* foi:

⁵⁴ Analogamente ao constructo de papel de controle, no direcionamento os dois itens remanescentes correspondem àqueles que apresentam as maiores cargas fatoriais no primeiro fator.

⁵⁵ No Quadro 5 na seção 3.4 detalha-se o construto.

- 89% da variabilidade da opinião sobre a atividade/passividade do CA como órgão passivo (Q5.1) são explicados pelo fator *estilo*;
- 69% da variabilidade da opinião sobre a participação/ratificação com órgão que apenas ratifica as decisões (Q3) são explicados pelo fator *estilo*.

Esses percentuais apontam que boa parte do comportamento (variabilidade) das opiniões é explicada pelo constructo *estilo* do CA. Assim, quanto maior a atividade ou quanto mais o CA tender a participar das decisões da gestão, a critério do presidente executivo, maior será o valor do fator *estilo*.

O constructo latente, *estilo* do CA, por sua vez, é influenciado negativamente pelo número de comitês com o papel de direcionamento - V8a_direc (coeficiente da regressão padronizado de -0,31) e positivamente pela participação relativa do investidor institucional como o Banco de Desenvolvimento no total das ações de 2007 - INSTBD_TOT2007 (coeficiente da regressão padronizado de +0,20) que, conjuntamente, explicam apenas 13% do comportamento desse fator. Assim, verifica-se que o aumento da participação do investidor, como o Banco de Desenvolvimento, tende a tornar o CA mais ativo, ao passo que, estranhamente, o aumento do número de comitês com o papel de direcionamento tende a reduzir essa característica.

4.5.4 Nível Decisório do CA

Das três características que inicialmente estariam relacionadas com o constructo latente de *nível decisório*⁵⁶ do CA, apenas duas permaneceram no modelo e os níveis de explicação desses foram:

- 87% da variabilidade da opinião sobre a atuação do CA como órgão que Delibera/Cumpre requisito legal (Q5.5) são explicados pelo fator *nível decisório*;
- 84% da variabilidade da opinião sobre a atuação do CA como órgão Relevante/Irrelevante (Q5.4) são explicados pelo fator *nível decisório*.

⁵⁶ Ver Quadro 4 na seção 3.3.

Esses percentuais apontam que boa parte do comportamento (variabilidade) das opiniões é explicada pelo constructo *nível decisório* do CA. Quanto maior a característica de deliberar efetivamente ou de tender a atuar de forma relevante na empresa, maior o valor do fator *nível decisório*.

O constructo latente *nível decisório* do CA, por sua vez, é influenciado positivamente pelo constructo *estilo* (ativo) do CA (coeficiente da regressão padronizado de 0,93) e de forma bastante forte.

Em síntese, os CAs cujo estilo é reconhecido como ativo por seus administradores estão fortemente associados com o nível decisório do CA que será maior quanto maior for o entedimento de sua relevância e a característica do órgão de deliberar efetivamente.

A influência da variável concentração de poder (*conc_poder*) foi quase estatisticamente significativa (coeficiente da regressão padronizado de -0,09) e, por isso, foi mantida no modelo. Dessa forma, 90% do comportamento do fator *nível decisório* são explicados pela variável *estilo* do CA e pela concentração de poder.

Como se adiantou no início da Seção 4.4, os resultados obtidos com a modelagem de equações estruturais conduziram a suspeitas sobre sua adequação aos pressupostos. Os motivos centrais para isso estão relacionados com o sinal invertido observado no relacionamento do construto latente, *estilo* (ativo), influenciado negativamente pelo número de comitês com papel de direcionamento, quando o esperado seria exatamente o oposto.

Alguns fatores não permitiram a identificação dos possíveis motivos deste sinal invertido, entre eles a limitação da amostra de apenas 88 observações, sua seleção não aleatória e a possibilidade de variáveis omitidas. Dessa forma, buscou-se um caminho alternativo, a partir da utilização de outro modelo, o de equações simultâneas. Ele foi aplicado após a técnica multivariada de análise fatorial.

4.6 Resultados da Análise Fatorial

A Análise Fatorial Exploratória foi utilizada, buscando-se reduzir as informações contidas nas variáveis por meio de um número menor de fatores. Os três papéis do CA foram avaliados de forma independente para identificar-se os itens mais associados a cada um deles.

4.6.1 Papel de Controle

De acordo com o modelo final da Tabela 37, foram excluídas da análise fatorial os itens Q2.16 a Q2.18 por apresentarem baixa comunalidade. O KMO^{57} do modelo final foi de 0,82 apontando que os itens são adequados para a realização da análise fatorial. Os dois fatores do modelo final explicam 80,16% da variância total dos 6 itens.

Tabela 37 - Comunalidades dos itens do papel de controle

Itens	Modelo			
	1	2	3	4
Q2.2 O CA é responsável por aprovar a contratação ou demissão do presidente executivo (CEO)	0,72	0,72	0,72	0,86
Q2.3 O CA aprova a escolha (ou dispensa) dos demais executivos sob proposta do presidente executivo (CEO)	0,8	0,82	0,82	0,87
Q2.4 O CA aprova a remuneração e pacotes de incentivo para os executivos que serão apresentados à Assembléia de Acionistas	0,71	0,73	0,76	0,75
Q2.5 O CA avalia e monitora o desempenho dos executivos e da empresa	0,76	0,76	0,77	0,79
Q2.7 O CA discute e direciona os assuntos de sucessão dos principais cargos na empresa	0,78	0,78	0,77	0,76
Q2.10 O CA define qual a responsabilidade do executivo principal e seus subordinados	0,73	0,73	0,75	0,77
Q2.16 O CA supervisiona o relacionamento dos executivos com as partes relacionadas	0,48	0,48	-	-
Q2.17 O CA monitora os riscos da empresa	0,36	-	-	-
Q2.18 O CA indica e substitui os auditores independentes	0,5	0,54	0,56	-

⁵⁷ Indicador Kaiser-Mayer-Olkin (Hair *et al.*, 2005) que aponta o grau de adequação de realização da análise fatorial.

Tabela 38 – Autovalores e porcentagem da variância explicada pelos fatores dos itens do papel de controle do Modelo 4

Fator	Autovalor	Porcentagem da variância explicada		Autovalor	Porcentagem da variância explicada	
		Porcentagem explicada	Porcentagem acumulada		Porcentagem explicada	Porcentagem acumulada
1	3,62	60,35	60,35	2,96	49,4	49,4
2	1,19	19,81	80,16	1,85	30,76	80,16
3	0,34	5,69	85,85			
4	0,32	5,28	91,13			
5	0,28	4,72	95,85			
6	0,25	4,15	100			

O fato de o modelo final apontar a existência de dois fatores indica que o papel de controle apresenta dois aspectos diferenciados deste papel. Assim, pode-se observar uma alta correlação dos itens Q2.10, Q2.5, Q2.7 e Q2.4 com o fator 1 (Tabela 39). Dessa forma, o fator 1 pode ser interpretado como o aspecto do controle relacionado com a definição da função do executivo principal, do desempenho dos executivos, questões de sucessão e remuneração. Já o fator 2 está mais associado às questões de contratação e demissão.

Tabela 39 - Cargas fatoriais dos itens do papel de controle do Modelo 4

Itens	Cargas Fatoriais	
	Fator 1	Fator 2
Q2.10 O CA define qual a responsabilidade do executivo principal e seus subordinados	0,87	0,11
Q2.5 O CA avalia e monitora o desempenho dos executivos e da empresa	0,87	0,18
Q2.7 O CA discute e direciona os assuntos de sucessão dos principais cargos na empresa	0,84	0,23
Q2.4 O CA aprova a remuneração e pacotes de incentivo para os executivos que serão apresentados à Assembléia de Acionistas	0,81	0,32
Q2.3 O CA aprova a escolha (ou dispensa) dos demais executivos sob proposta do presidente executivo (CEO)	0,19	0,92
Q2.2 O CA é responsável por aprovar a contratação ou demissão do presidente executivo (CEO)	0,23	0,9

Tabela 40 - Coeficientes dos escores fatoriais dos itens do papel de controle do Modelo 4

Itens	Coeficientes dos escores fatoriais	
	Fator 1	Fator 2
Q2.2 O CA é responsável por aprovar a contratação ou demissão do presidente executivo (CEO)	-0,13	0,56

Q2.3 O CA aprova a escolha (ou dispensa) dos demais executivos sob proposta do presidente executivo (CEO)	-0,15	0,58
Q2.4 O CA aprova a remuneração e pacotes de incentivo para os executivos que serão apresentados à Assembléia de Acionistas	0,27	0,02
Q2.5 O CA avalia e monitora o desempenho dos executivos e da empresa	0,33	-0,1
Q2.7 O CA discute e direciona os assuntos de sucessão dos principais cargos na empresa	0,3	-0,05
Q2.10 O CA define qual a responsabilidade do executivo principal e seus subordinados	0,35	-0,14

Visando maior facilidade de se compararem os resultados obtidos com o modelo de equações estruturais, foi realizada também uma Análise Fatorial somente com os itens (Q2.4, Q2.5, Q2.7 e Q.10). Obteve-se um único fator com $KMO=0,85$ que explica 76,3% da variabilidade total dos 4 itens. Por isso, quanto maior for a concordância dos administradores com relação a “O CA avalia e monitora o desempenho dos executivos e da empresa”, “CA discute e direciona os assuntos de sucessão dos principais cargos na empresa”, “O CA aprova a remuneração e pacotes de incentivo para os executivos que serão apresentados à Assembléia de Acionistas” e “O CA define qual a responsabilidade do executivo principal e seus subordinados”, maior o valor do fator que será denominado fator de controle.

Tabela 41 - Cargas fatoriais dos itens do papel de controle do modelo final

Itens	Fator 1
Q2.5 O CA avalia e monitora o desempenho dos executivos e da empresa	0,89
Q2.7 O CA discute e direciona os assuntos de sucessão dos principais cargos na empresa	0,88
Q2.4 O CA aprova a remuneração e pacotes de incentivo para os executivos que serão apresentados à Assembléia de Acionistas	0,87
Q2.10 O CA define qual a responsabilidade do executivo principal e seus subordinados	0,87

Tabela 42 - Coeficientes dos escores fatoriais dos itens do papel de controle do modelo final

Itens	Fator 1
Q2.5 O CA avalia e monitora o desempenho dos executivos e da empresa	0,29
Q2.7 O CA discute e direciona os assuntos de sucessão dos principais cargos na empresa	0,29
Q2.4 O CA aprova a remuneração e pacotes de incentivo para os executivos que serão apresentados à Assembléia de Acionistas	0,28

Q2.10 O CA define qual a responsabilidade do executivo principal e seus subordinados	0,28
--	------

4.6.2 Papel de direcionamento

Observa-se pela Tabela 43 que, dos quatro itens, apenas dois (Q2.6 e Q2.12) apresentam associação para gerar apenas um único fator que explica 87,6% da variabilidade total desses dois itens. O KMO do modelo final apresentou-se baixo (0,50). O único fator gerado está associado às questões de estratégia e assuntos relacionados com a governança. Dessa forma, quanto maiores as concordâncias dos administradores de que o CA se ocupa com e lidera os assuntos relacionados com a governança da empresa e de que o CA toma de fato as decisões sobre a estratégia da empresa, maior o valor desse fator que será chamado fator de direcionamento.

Tabela 43 – Comunalidades dos itens do papel de direcionamento

Itens	Modelo		
	1	2	3
Q2.6 O CA toma de fato as decisões sobre a estratégia da empresa	0,78	0,83	0,88
Q2.12 O CA se ocupa e lidera os assuntos relacionados com a governança da empresa	0,76	0,76	0,88
Q2.14 O CA aprova o código de conduta e regimento interno do CA	0,48	-	-
Q2.15 O CA toma decisões (ou as propõe para Assembléia de Acionistas) sobre os principais fatos da empresa como aquisições, desinvestimentos, estrutura de capital, dividendos	0,48	0,54	-

Tabela 44 – Autovalores e porcentagem da variância explicada pelos fatores dos itens do papel de direcionamento do modelo final

Fator	Autovalor	Porcentagem da variância explicada	Porcentagem acumulada	Autovalor	Porcentagem da variância explicada	Porcentagem acumulada
1	1,75	87,63	87,63	1,75	87,63	87,63
2	0,25	12,37	100			

Tabela 45 – Cargas fatoriais dos itens do papel de direcionamento do modelo final

Itens	Cargas Fatoriais
	Fator 1
Q2.12 O CA se ocupa e lidera os assuntos relacionados com a governança da empresa	0,94
Q2.6 O CA toma de fato as decisões sobre a estratégia da empresa	0,94

Tabela 46 – Coeficientes dos escores fatoriais dos itens do papel de direcionamento do modelo final

Itens	Coeficientes dos escores fatoriais	
	Fator 1	
Q2.6 O CA toma de fato as decisões sobre a estratégia da empresa	0,53	
Q2.12 O CA se ocupa com e lidera os assuntos relacionados com a governança da empresa	0,53	

4.6.3 Papel de serviços

De acordo com os resultados das Tabelas 47 e 48, nota-se que os quatro itens do papel de serviço estão pouco correlacionados. Eliminando-se o item Q2.1 obtém-se um único fator responsável por 66,9% da explicação total dos três itens do modelo final ($KMO=0,65$). Dessa forma, quanto maior a concordância do administrador com relação às frases “O CA ou seus membros estabelecem contatos com rede de relacionamentos externos de interesse da empresa e usam esse relacionamento para o benefício da empresa”, “O CA ou seus membros se ocupam em facilitar acesso da empresa a recursos extras, como fontes de financiamento, por exemplo” e “O CA ou seus membros fornecem conselho e orientação ao executivo principal e seus subordinados”, maior o valor desse fator que será denominado fator de serviço.

Tabela 47 – Comunalidades dos itens do papel de serviço

Itens	Modelo	
	1	2
Q2.1 O CA ou seus membros exercem o papel de representação institucional da empresa	0,34	-
Q2.8 O CA ou seus membros se ocupam em facilitar acesso da empresa a recursos extras, como fontes de financiamento, por exemplo	0,66	0,62
Q2.9 O CA ou seus membros fornecem conselho e orientação ao executivo principal e seus subordinados	0,5	0,62
Q2.11 O CA ou seus membros estabelecem contatos com rede de relacionamentos externos de interesse da empresa e usam esse relacionamento para o benefício da empresa	0,73	0,77

Tabela 48 – Autovalores e porcentagem da variância explicada pelos fatores dos itens do papel de serviço do modelo final

Fator	Autovalor	Porcentagem da variância explicada	Porcentagem acumulada	Autovalor	Porcentagem da variância explicada	Porcentagem acumulada
1	2,01	66,94	66,94	2,01	66,94	66,94
2	0,62	20,7	87,63			
3	0,37	12,37	100			

Tabela 49 – Cargas fatoriais dos itens do papel de direcionamento do modelo final

Itens	Cargas Fatoriais Fator 1
Q2.11 O CA ou seus membros estabelecem contatos com rede de relacionamentos externos de interesse da empresa e usam esse relacionamento para o benefício da empresa	0,88
Q2.8 O CA ou seus membros se ocupam em facilitar acesso da empresa a recursos extras, como fontes de financiamento, por exemplo	0,79
Q2.9 O CA ou seus membros fornecem conselho e orientação ao executivo principal e seus subordinados	0,79

Tabela 50 – Coeficientes dos escores fatoriais dos itens do papel de serviço do modelo final

Itens	Coeficientes dos escores fatoriais Fator 1
Q2.8 O CA ou seus membros se ocupam em facilitar acesso da empresa a recursos extras, como fontes de financiamento, por exemplo	0,39
Q2.9 O CA ou seus membros fornecem conselho e orientação ao executivo principal e seus subordinados	0,39
Q2.11 O CA ou seus membros estabelecem contatos com rede de relacionamentos externos de interesse da empresa e usam esse relacionamento para o benefício da empresa	0,44

4.7 Resultados do Modelo de Equações Simultâneas

O modelo alternativo utilizado é aquele no qual modela-se um sistema de equações a fim de se estimar se há interdependência entre duas ou mais equações.

Como todo modelo de regressão linear, os modelos de equações simultâneas têm como pressuposto a normalidade nos dados. Devido à forte assimetria dos dados, nesta pesquisa

essa condição foi violada. A violação da normalidade não acarreta inconsistência nos estimadores, apenas nos erros-padrões. Assim, os erros-padrões foram estimados por simulação (método de *Bootstrapping*).

Com o propósito de ajustar o modelo de equações simultâneas, foi adotado um conjunto de procedimentos listados a seguir:

1) construção dos fatores de Controle, Direcionamento e Serviço com base nas informações prestadas pelos administradores com base numa aplicação de uma análise fatorial para cada um dos conjuntos de variáveis separadamente;

2) ajuste de um modelo de regressão múltipla para cada um dos fatores construídos de forma isolada, utilizando-se um nível crítico de 10%, como forma de garantir um número maior de variáveis a serem incorporadas no modelo durante o processo de seleção pelo método *Stepwise* das variáveis⁵⁸. O modelo inicial incluiu como variáveis explicativas as seguintes variáveis: Q1.1, p_minoritário, p_consindp, p_executivo, p_outros, v8a_controle, v8a_direc, vdir12007, var1vdir, 1wedge2007, var1wedge, 3vdir2007, var3vdir, 3wedge2007, var3wedge, iinstfi_tot2007, variinstfi_tot, iinstfp_tot2007, variinstfp_tot, iinstse_tot2007, iinstbd_tot2007, variinstbd_tot, cons2007, adr2007, n2_2007, nm2007, setores (energia elétrica, têxtil, química, finanças e seguros, siderurgia e metalurgia e outros setores), tam, nível de endogenia/exogenia dos respondentes (Totalmente Exógeno- Cons. Indep., Parcialmente Exógeno- Minoritário, Somente Controlador ou Somente Executivo, Totalmente Endógeno - Contr. e Exec.), Q2.4_1, Q2.4_2, Q2.4_3 e Q2.4_4;

3) adicionalmente, tendo em vista a provável falta de normalidade das variáveis dependentes consideradas (indicadores provenientes da análise fatorial), optou-se pela utilização do cálculo dos erros-padrões dos estimadores por *bootstrapping*, minimizando-se, dessa forma, problemas decorrentes da falta de normalidade, bem como de eventuais valores díspares. Os resultados desses modelos individuais estão apresentados na Tabela 51.

⁵⁸ O procedimento utilizado para a seleção das variáveis no modelo foi o Stepwise Forward que a partir de um modelo reduzido incorpora, sucessivamente, variáveis ao nível de significância pré-determinado e elimina eventuais variáveis que passaram a ser não significantes devido a incorporação de outras.

Tabela 51 – Modelos Individuais de Regressão para os fatores de controle, direcionamento e serviços

Variáveis	Coefficiente	Erro-Padrão (<i>Bootstrapping</i>)	t	p	Intervalo de Confiança de 95%	R ²
fator de controle						48,64%
No. de comitês de direcionamento - V8a_direc	0,32	0,11	2,87	0,005	[0,10 ; 0,54]	
Índice do IGC de governança corporativa de 2007- IGCCONS Monitoramento (Q4.4)	0,34	0,08	4,45	0,0001	[0,19 ; 0,49]	
Sim	0,77	0,19	4,12	0,0001	[0,40 ; 1,14]	
Não (categoria de referência)						
Iniciação (Q4.1)						
Sim	0,4	0,16	2,56	0,013	[0,09 ; 0,72]	
Não (categoria de referência)						
Setor						
têxtil	0,41	0,18	2,24	0,028	[0,05 ; 0,77]	
Outros (categoria de referência)	-					
Endogenia/Exogenia dos respondentes de acordo com atuação e relacionamentos						
Parcialmente Exógeno- Minoritário - Exo1	0,47	0,24	1,99	0,05	[0,00 ; 0,95]	
Demais	-					
constante	-2,13	0,38	5,67	0,0001	[-2,88 ; - 1,38]	
fator de direcionamento						38,52%
Índice do IGC de governança corporativa de 2007- IGCCONS	0,39	0,08	4,61	0,0001	[0,22 ; 0,55]	
Participação relativa de investidor institucional do tipo de Fundo de Pensão no total das ações de 2007 - INSTFP_TOT2007	0,02	0,01	2,66	0,01	[0,004 ; 0,033]	
Setor						
Têxtil	0,46	0,2	2,33	0,023	[0,07 ; 0,85]	
Finanças e seguros	0,59	0,18	3,25	0,002	[0,23 ; 0,95]	
Demais setores (categoria de referência)	-					
Monitoramento (Q4.4)						
Sim	0,42	0,23	1,8	0,076	[-0,04 ; 0,88]	
Não (categoria de referência)	-					
constante	-1,95	0,33	5,86	0,0001	[-2,61 ; - 1,28]	
fator de serviços						19,45%

Participação relativa de investidor institucional do tipo de Fundo de Investimento no total das ações de 2007-INSTFI_TOT2007	0,02	0,01	2,46	0,016	[0,003 ; 0,031]
Participação no grupo N2			-		[-1,60 ; 0,06]
Sim	-0,77	0,42	1,84	0,07	
Não (categoria de referência)					
Monitoramento (Q4.4)					
Sim	0,45	0,21	2,08	0,041	[0,02 ; 0,87]
Não (categoria de referência)					
Participação relativa de investidor institucional do tipo de Banco de Desenvolvimento no total das ações de 2007 -INSTBD_TOT2007	-0,06	0,03	1,98	0,052	[-0,12 ; 0,00]
constante					

4) Com base nos modelos individuais de cada um dos fatores de papéis do CA, foi ajustado um modelo de equações simultâneas, utilizando-se, novamente, o procedimento de *bootstrapping* para se reduzirem os efeitos da falta de normalidade.

Dessa forma, o modelo final obtido apresentou os seguintes resultados:

$$Controle_i = -1,76 + 0,22.V8a_Direc_i + 0,28.IGCCons_i + 0,32.Q4.1_i + 0,78.Q4.4_i + 0,40.textil_i + \varepsilon_{1i}$$

(0,38) (0,09) (0,08) (0,13) (0,17) (0,19)

$$Direc_i = -1,54 + 0,29.IGCCons_i + 0,51.Q4.4_i + 0,01.InstFP_tot2007_i + 0,40.textil_i + \varepsilon_{2i}$$

(0,26) (0,07) (0,19) (0,005) (0,18)

$$Serv_i = -0,04 + 0,02.InstFI_tot2007_i - 0,67.N2_i + \varepsilon_{3i}$$

(0,11) (0,007) (0,24)

em que:

$Controle_i$ corresponde ao indicador de papel de controle realizado pelo Conselho de Administração da empresa i ;

$Direc_i$ corresponde ao indicador de papel de direcionamento realizado pelo Conselho de Administração da empresa i ;

$Serv_i$ corresponde ao indicador de papel de serviço realizado pelo Conselho de Administração da empresa i ;

$V8a_direc_i$ corresponde ao número de comitês de direcionamento em 2007 da empresa i ;

$IGCCons_i$ corresponde ao índice de governança corporativa do IGC em 2007 da empresa i ;

$Q4.1_i$ corresponde a uma variável indicadora de atuação do CA da empresa i no processo de iniciação do desenvolvimento da estratégia da empresa;

$Q4.4_i$ corresponde a uma variável indicadora de atuação do CA da empresa i no processo de monitoramento do desenvolvimento da estratégia da empresa;

$textil_i$ corresponde à variável indicadora do setor de atividade têxtil da empresa i ;

$InstFP_tot2007_i$ corresponde à participação relativa do investidor institucional do tipo de Fundo de Pensão no total das ações da empresa i em 2007;

$InstFI_tot2007_i$ corresponde à participação relativa do investidor institucional do tipo de Fundo de Investimento no total das ações da empresa i em 2007.

Tabela 52 - Modelos de equações Simultâneas para os fatores de controle, direcionamento e serviços

Variáveis	Coefficiente	Erro-Padrão (<i>Bootstrapping</i>)	t	p	Intervalo de Confiança de 95%	R ²
fator de controle						43,45%
N.º de comitês de Direcionamento - V8a_direc	0,22	0,09	2,45	0,014	[0,04 ; 0,40]	
Índice do IGC de governança corporativa de 2007- IGCCONS	0,28	0,08	3,55	< 0,0001	[0,13 ; 0,44]	
Iniciação (Q4.1)						
Sim	0,32	0,13	2,4	0,016	[0,06 ; 0,58]	
Não (categoria de referência)						
Monitoramento (Q4.4)						
Sim	0,77	0,17	4,56	< 0,0001	[0,44 ; 1,10]	
Não (categoria de referência)						
Setor têxtil	0,4	0,19	2,09	0,037	[0,02 ; 0,77]	

Outros (categoria de referência)	-					
constante	-1,76	0,38	- 4,59	< 0,0001	[-2,52 ; -1,01]	
fator de direcionamento						30,95%
Índice do IGC de governança corporativa de 2007- IGCCONS Monitoramento (Q4.4)	0,29	0,07	3,99	< 0,0001	[0,15 ; 0,44]	
Sim	0,51	0,19	2,63	0,008	[0,13 ; 0,88]	
Não (categoria de referência)						
Participação relativa de investidor institucional do tipo de Fundo de Pensão no total das ações de 2007 -INSTFP_TOT2007	0,01	0,01	2,06	0,039	[0,001 ; 0,022]	
Setor têxtil	0,4	0,18	2,23	0,026	[0,05 ; 0,76]	
Outros (categoria de referência)	-					
constante	-1,54	0,31	- 5,03	< 0,0001	[-2,14 ; -0,94]	
fator de serviços						11,87%
Participação relativa de investidor institucional do tipo de Fundo de Investimento no total das ações de 2007-INSTFI_TOT2007	0,02	0,01	2,4	0,016	[0,003 ; 0,034]	
Participação no grupo N2 em 2007						
Sim	-0,67	0,24	- 2,82	0,005	[-1,14 ; -0,2]	
Não (categoria de referência)	-					
constante	-0,04	0,11	- 0,39	0,696	[-0,27 ; 0,18]	

Entretanto, visando incorporar ao modelo as relações existentes entre os diferentes papéis, foram introduzidos em cada um dos modelos os demais fatores de papéis do CA. Dessa forma, realizando-se o mesmo procedimento aqui descrito, foram obtidos os modelos apresentados nas Tabelas 53 e 54.

Tabela 53 – Modelos Individuais de Regressão para os fatores de controle, direcionamento e serviços

Variáveis	Coefficiente	Erro- Padrão	t	P	Intervalo de Confiança de 95%	R ²
fator de controle						69,75%
No. de comitês de controle - V8a_controle	0,35	0,09	4,01	<	[0,18 ; 0,52]	

				0,0001	
Participação relativa de investidor institucional do tipo de Seguradoras no total das ações de 2007 -INSTSE_TOT2006	0,03	0,01	3,93	< 0,0001	[0,02 ; 0,05]
Participação relativa de investidor institucional do tipo de Banco de Desenvolvimento no total das ações de 2007 -INSTBD_TOT2007	-0,07	0,02	3,63	- 0,001	[-0,10 ; -0,03]
Varição na participação de investidor institucional do tipo de Fundo de Pensão -INSTFP_TOT2007	-0,01	0	1,77	- 0,081	[-0,01 ; 0,00]
Iniciação (Q4.1)					
Sim	0,44	0,17	2,61	0,011	[0,10 ; 0,77]
Não (categoria de referência)	-				
Monitoramento (Q4.4)					
Sim	0,52	0,2	2,6	0,012	[0,12 ; 0,92]
Não (categoria de referência)	-				
Setor					
Financeiro	-0,97	0,3	-3,2	0,002	[-1,58 ; -0,37]
Outros (categoria de referência)	-				
Participação no segmento de listagem especial do Novo Mercado da Bovespa em 2007 -NM2007					
Sim	-0,43	0,16	2,67	0,01	[-0,76 ; -0,11]
Não (categoria de referência)					
<i>fator de direcionamento</i>	0,62	0,1	6,12	< 0,0001	[0,42 ; 0,82]
constante	-0,61	0,19	3,16	- 0,002	[-0,99 ; -0,22]
fator de direcionamento					72,63%
<i>fator de controle</i>	0,54	0,11	4,68	< 0,0001	[0,31 ; 0,77]
<i>fator de serviços</i>	0,36	0,11	3,38	0,001	[0,15 ; 0,58]
Participação relativa de investidor institucional do tipo de Fundo de Pensão no total das ações de 2007 -INSTFP_TOT2007	0,02	0,01	4,34	< 0,0001	[0,01 ; 0,03]
Participação nos segmentos de listagem no Novo Mercado da Bovespa em 2007 -NM2007					
Sim	0,68	0,17	4,07	< 0,0001	[0,35 ; 1,02]
Não (categoria de referência)					
Setor					
Financeiro	0,79	0,17	4,64	< 0,0001	[0,45 ; 1,13]
Outros (categoria de referência)	-				
Percentual de ações ordinárias possuídas pelo maior acionista em 2007 -IVDIR2007	0,01	0	2,05	0,045	[0,0002 ; 0,0132]
constante	-0,66	0,24	2,76	- 0,007	[-1,14 ; -0,18]

fator de serviços					47,25%
<i>fator de direcionamento</i>	0,56	0,12	4,52	< 0,0001	[0,31 ; 0,80]
No. de comitês de controle - V8a_controle	-0,33	0,07	4,45	< 0,0001	[-0,48 ; -0,18]
Participação no grupo N2 em 2007					
Sim	-0,54	0,28	1,92	0,059	[-1,10 ; 0,02]
Não (categoria de referência)	-				
Endogenia/Exogenia dos respondentes de acordo com atuação e relacionamentos					
Somente Controlador ou Somente Executivo (Exo2)	0,39	0,17	2,31	0,024	[0,05 ; 0,73]
Demais (categoria de referência)	-				
Participação de executivos no CA na empresa					[0,0004 ;
- p_executivo	0,02	0,01	2,03	0,046	0,0464]
constante	0,02	0,17	0,12	0,902	[-0,32 ; 0,36]

Assim, o modelo final obtido foi:

$$Controle_i = -1,08 + 0,27.V8a_controle_i + 0,54.Q4.1_i + 1,00.Q4.4_i + \varepsilon_{1i}$$

(0,16) (0,07) (0,16) (0,17)

$$Direc_i = -0,07 + 0,65.Controle_i + 0,28.NM_i + \varepsilon_{2i}$$

(0,08) (0,11) (0,13)

$$Serv_i = +0,26 + 0,65.Direc_i - 0,26.V8a_controle_i + \varepsilon_{3i}$$

(0,12) (0,21) (0,08)

em que:

$Controle_i$ corresponde ao indicador de papel de controle realizado pelo Conselho de Administração da empresa i ;

$Direc_i$ corresponde ao indicador de papel de direcionamento realizado pelo Conselho de Administração da empresa i ;

$Serv_i$ corresponde ao indicador de papel de serviço realizado pelo Conselho de Administração da empresa i ;

$V8a_controle_i$ corresponde ao número de comitês de controle em 2007 da empresa i ;

NM_i corresponde a uma variável indicadora de participação da empresa i na listagem no Novo Mercado da Bovespa em 2007;

$Q4.1_i$ corresponde a uma variável indicadora de atuação do CA da empresa i no processo de iniciação do desenvolvimento da estratégia da empresa;

Tabela 54 – Modelos de equações Simultâneas Final para os fatores de controle, direcionamento e serviços

Variáveis	Coefficiente	Erro-Padrão (<i>Bootstrapping</i>)	t	p	Intervalo de Confiança de 95%	R ²
fator de controle						43,68%
No. de comitês de controle - V8a_controle Iniciação (Q4.1)	0,27	0,07	3,83	0,0001	< [0,13 ; 0,41]	
Sim	0,54	0,16	3,3	0,001	[0,22 ; 0,86]	
Não						
Monitoramento (Q4.4)						
Sim	1	0,17	5,87	0,0001	< [0,66 ; 1,33]	
Não						
constante	-1,08	0,16	6,58	0,0001	- [-1,40 ; - 0,76]	
fator de direcionamento						56,17%
<i>fator de controle</i> Participação nos segmentos de listagem no Novo Mercado da Bovespa em 2007 - NM2007	0,65	0,11	5,91	0,0001	< [0,44 ; 0,87]	
Sim	0,28	0,13	2,04	0,041	[0,01 ; 0,54]	
Não (categoria de referência)						
Constante	-0,07	0,08	0,88	0,377	- [-0,23 ; 0,09]	
fator de serviços						40,29%
<i>fator de direcionamento</i>	0,65	0,21	3,05	0,002	[0,23 ; 1,07]	
No. de comitês de controle - V8a_controle	-0,26	0,08	3,32	0,001	- [-0,42 ; - 0,11]	
Constante	0,26	0,12	2,25	0,024	[0,03 ; 0,49]	

Dessa forma, de acordo com o resultado da Tabela 15, tem-se:

Fator de Controle

- a cada aumento de um comitê de controle ocorre um aumento de 0,27 no fator de controle. Assim, quanto maior o número de comitês de controle, maior o valor do fator de controle;
- a etapa no desenvolvimento da estratégia de geração de propostas para a utilização de recursos e estruturação de contratos (iniciação) aumenta o fator de controle em 0,54;
- ainda no desenvolvimento da estratégia, a aferição do desempenho dos agentes de decisão e implementação de recompensa (monitoramento) aumenta o fator de controle em 1,00;

Não foi observada a influência do fator de direcionamento ou de serviço sobre o fator de controle.

Fator de Direcionamento

- a cada aumento de uma unidade do fator de controle, ocorre um aumento de 0,65 no fator de direcionamento. Dessa forma, quanto maior o controle, maior será o direcionamento;
- a participação da empresa nos segmentos de listagem especiais do Novo Mercado da Bovespa em 2007 aumenta em 0,28 o fator de direcionamento.

Fator de Serviços

- a cada aumento de uma unidade do fator de direcionamento, ocorre um aumento de 0,65 no fator de serviço. Dessa forma, quanto maior o direcionamento, maior será o serviço;
- a cada aumento de um comitê de controle ocorre uma redução de 0,26 no fator de serviço. Assim, quanto maior o número de comitês de controle, menor o valor do fator de serviço.

Neste último modelo de equações simultâneas observa-se que, com exceção do fator de controle, ocorre um aumento substancial no coeficiente de determinação (R^2) dos modelos dos fatores de direcionamento e serviços comparativamente com os resultados do modelo da Tabela 13. Apesar desses coeficientes de determinação serem baixos, como o objetivo principal deste estudo não é preditivo, mas o de explorar associações entre os fatores relativos ao papel do CA e outras características da empresa, este modelo é adequado dada a extensão da amostra.

4.8 Resultados das questões e hipóteses de pesquisa

Os resultados obtidos nas estatísticas descritivas e posteriormente testados no modelo de equações simultâneas apontam para as seguintes respostas às questões de pesquisas e resultados dos testes de hipóteses:

1. Quais os papéis predominantes dos CAs em empresas listadas brasileiras?

Entre as 17 atividades relacionadas com os papéis do CA que receberam o maior nível de concordância, estão muitas das previsões legais, mesmo quando muitas vezes não correspondem exatamente à letra da lei. É o caso da atividade que teve o maior nível de concordância “tomar decisões sobre os principais fatos da empresa como aquisições, desinvestimentos, estrutura de capital, dividendos”, atividade que pode estar compreendida em dois dos itens descritos como competências do conselho na Lei das Sociedades por Ações (1976), a saber: fixar a orientação geral dos negócios da companhia e manifestar-se previamente sobre atos ou contratos.

Monitorar os riscos da empresa foi a primeira atividade não prevista na Lei das Sociedades por Ações, mas indicada no código de melhores práticas (IBGC, 2004). O período em que o questionário foi aplicado pode ter interferido nas preferências dos respondentes, tendo em vista que esta começou coincidentemente com a eclosão da crise financeira internacional, em setembro de 2008.

Igualmente aos códigos de melhores práticas, as atividades que recebem maior importância são a de controle e direcionamento, com vantagem para a primeira. A atividade relacionada com o papel de serviço que apresenta o maior nível de concordância na lista de nível de concordância é o aconselhamento dos executivos e, mesmo assim, esta recebeu apenas a sexta maior concordância. A Tabela 55 traz a lista hierarquizada do nível de concordância sobre a realização de atividades pelo CA e classificada de acordo com o papel descrito na literatura⁵⁹.

⁵⁹ Ver Quadro 2, na Seção 2.7

Tabela 55 - Níveis de concordância sobre as atividades que o CA realiza associadas ao papel exercido

	Atividades	% concordância	Papel
1	O CA toma decisões (ou as propõe para Assembléia de Acionistas) sobre os principais fatos da empresa como aquisições, desinvestimentos, estrutura de capital, dividendos	93,44	Direcionamento
2	O CA é responsável por aprovar a contratação ou demissão do presidente executivo (CEO)	90,16	Controle
3	O CA indica e substitui os auditores independentes	88,43	Controle
4	O CA aprova a escolha (ou dispensa) dos demais executivos sob proposta do presidente executivo (CEO)	87,6	Controle
5	O CA monitora os riscos da empresa	85,25	Controle
6	O CA ou seus membros fornecem conselho e orientação ao executivo principal e seus subordinados	83,61	Serviço
7	O CA aprova a remuneração e pacotes de incentivo para os executivos que serão apresentados à Assembléia de Acionistas	81,97	Controle
8	O CA toma de fato as decisões sobre a estratégia da empresa	81,82	Direcionamento
9	O CA supervisiona o relacionamento dos executivos com as partes relacionadas	76,23	Controle
10	O CA se ocupa e lidera os assuntos relacionados com a governança da empresa	75,41	Direcionamento
11	O CA aprova o código de conduta e regimento interno do CA	75,21	Direcionamento
12	O CA avalia e monitora o desempenho dos executivos e da empresa	73,55	Controle
13	O CA define qual a responsabilidade do executivo principal e seus subordinados	71,31	Controle
14	O CA ou seus membros estabelecem contatos com rede de relacionamentos externos de interesse da empresa e usam esse relacionamento para o benefício da empresa	65,57	Serviço
15	O CA discute e direciona os assuntos de sucessão dos principais cargos na empresa	64,75	Controle
16	O CA ou seus membros exercem o papel de representação institucional da empresa	60,33	Serviço
17	O CA ou seus membros se ocupam em facilitar acesso da empresa a recursos extras, como fontes de financiamento, por exemplo	47,54	Serviço

2. Quais as relações entre estrutura e tipo de propriedade, tamanho e idade da empresa, determinantes da qualidade de governança no nível do CA, como descrito na Seção 3.4 e os papéis dos CAs em empresas listadas brasileiras?

H_{0q2} – (hipótese nula – questão 2) Não existe relação entre as variáveis de estrutura e tipo de propriedade, tamanho e idade da empresa, determinantes da qualidade de governança no

nível do CA como descritas na Seção 3.4 e os papéis dos CAs em empresas listadas brasileiras

A hipótese nula não foi negada.

H_{1q2}– (hipótese alternativa – questão 2) Existe relação significativa entre as variáveis de estrutura e tipo de propriedade, tamanho e idade da empresa, determinantes da qualidade de governança no nível do CA como descritas na Seção 3.4 em empresas listadas brasileiras.

O resultado da aplicação do modelo de equações simultâneas indicou que não há relações substantivas entre estrutura e tipo de propriedade, tamanho e idade da empresa, determinantes da qualidade de governança corporativa no nível do CA e os papéis dos CAs.

A única variável independente que figurou no modelo final de equações simultâneas foi a participação da empresa nos segmentos de listagem especiais do Novo Mercado da Bovespa que apresentou uma relação positiva com o papel de direcionamento do CA.

3. Qual a relação entre a participação relevante de investidores institucionais na estrutura de propriedade por mais de três anos e os papéis do conselho de administração?

H_{0q2} – (hipótese nula – questão 3) Não existe relação entre a participação relevante de investidores institucionais na estrutura de propriedade e os papéis do conselho de administração.

A hipótese nula não foi negada.

H_{1q2}– (hipótese alternativa 1 – questão 3) Existe relação significativa entre a participação relevante de investidores institucionais na estrutura de propriedade e os papéis do conselho de administração. Adicionalmente esta relação vai em direção das determinantes da qualidade de governança no nível do CA como descritas na Seção 3.4.

H_{1q2}– (hipótese alternativa 2 – questão 3) Existe relação significativa entre a participação relevante de investidores institucionais na estrutura de propriedade e os papéis do conselho de administração. Adicionalmente esta relação é maior quanto maior a quantidade de anos

consecutivos em que se registra a participação relevante de investidores institucionais na estrutura de propriedade.

Nenhuma das duas hipóteses foi confirmada, já que o modelo final de equações simultâneas não apontou associações entre a presença de investidores institucionais na estrutura de propriedade e o papel do CA. Os resultados quanto à estrutura de propriedade são consistentes com os achados de Silveira *et al.* (2007, p. 23-24) que concluíram que “não há evidência clara de que a estrutura de propriedade influencia a qualidade de governança”, exceto pelo fato de a estrutura de propriedade por si só ser um mecanismo de governança. Entretanto, cabe mencionar que o baixo número de observações consideradas no modelo pode ter influenciado a ausência de relações relevantes.

4.9 Resumo dos resultados

Nesta pesquisa buscou-se descrever e explorar o papel dos CAs e sua relevância no sistema de governança corporativa nas empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA). Adicionalmente, procurou-se estudar a relação entre a estrutura e tipo de propriedade, tamanho e idade da empresa, determinantes da qualidade de governança no nível do CA como estabelecido pela literatura⁶⁰ e o papel dos CAs na empresa. Para o estabelecimento dessas associações foi utilizada inicialmente a modelagem de equações estruturais que devido a suspeitas sobre sua adequação aos pressupostos, levou à utilização do modelo de equações simultâneas que mostrou resultados adequados para os níveis descritivo e exploratório desta pesquisa.

Inicialmente será apresentado um resumo dos resultados observados nas estatísticas descritivas, para em seguida se explorarem os resultados com o modelo de equações simultâneas.

⁶⁰ Os determinantes da qualidade de governança corporativa no nível do CA - composição e funcionamento - estão no Quadro 6 na Seção 3.4

Um fato importante ao se considerarem os resultados desta pesquisa está em que, por tratar-se de uma amostra não aleatória resultante dos respondentes que voluntariamente atenderam aos questionários, o resultado não pode ser considerado como representativo do universo de todas as listadas. Mais do que isso, o estímulo para responderem pode ter ocorrido justamente naquelas empresas que já adotam um conjunto de melhores práticas de governança, o que pode não acontecer em todo o universo das listadas.

Esse raciocínio é corroborado pelo fato de 56% das empresas respondentes serem listadas no Novo Mercado, Nível 2 ou emitirem ADRs 2 e 3 na Bolsa de Nova Iorque, e nestes casos são demandadas regras mais estritas de governança. Assim, é possível supor que esta pesquisa apresenta práticas adotadas por empresas que mantêm um conjunto de práticas de governança superior à da média observada em todo o mercado.

Outro tipo de concentração deve ser considerado em relação ao tipo das empresas respondentes: 69,23% da amostra são compostos por empresas de controle familiar ou de bloco de controle e, nesse caso, a amostra guarda mais semelhança com o universo. Um resultado bastante similar - 75,9% para o ano de 2004 numa amostra de 175 empresas- foi encontrado por Silveira *et al.* (2007).

Quando observados os administradores respondentes, verifica-se que 60,65% deles são apenas conselheiros, 26,22% apenas executivos e 13,11% desempenham simultaneamente as duas atividades no CA para as quais responderam ao questionário.

Também entre os administradores há predomínio daqueles ligados aos acionistas controladores: 41,80%. A segunda categoria mais expressiva, como no caso da composição dos conselhos da amostra de empresas, é a de conselheiros independentes de 23,77% da amostra.

Os principais resultados oriundos das estatísticas descritivas desta pesquisa aqui estão:

- os CAs são em grande parte dominados pelos acionistas controladores que ocupam 51,95% dos assentos. Essa condição já havia sido identificada por Saito e Dutra (2006) que estudaram dados de 1999 de 142 empresas listadas. O segundo grupo mais expressivo é o de independentes com 27,73%. Os minoritários ocupam apenas 10,16% dos assentos em CAs de

empresas da amostra e os executivos, ex-executivos e representantes de trabalhadores são minoria nos CAs da amostra. Saito e Dutra (2006) também já haviam identificado que os acionistas minoritários não usam o mecanismo legal à sua disposição que lhes permite eleger conselheiros e participar da administração da empresa em que investem;

- ao contrário do que se observou nos Estados Unidos, onde esse é um ponto relevante reivindicado pelo ativismo dos investidores institucionais, aqui o problema clássico de ocupação dos cargos de PCA e PE pela mesma pessoa não é tão relevante: 20% em nossa amostra, contra um índice de 67% nos Estados Unidos (SPENCER STUART, 2006). O índice de nossa amostra é consistente com estudos anteriores (BLACK; CARVALHO; GORGA, 2008; KPMG; CEG 2008);
- nesta pesquisa avançou-se para um outro patamar de verificação de concentração de poder mais bem adaptado ao contexto acionário e ao ambiente de propriedade familiar encontrado em nosso mercado. A construção do índice de concentração de poder⁶¹ variou de 0 a 3. O índice captura a concentração de poder decorrente de o PCA ou PE serem familiares dos controladores, somada à concentração dos cargos numa única pessoa. 42,20% dos conselhos da amostra têm um presidente que é familiar dos controladores; em 26,60% dos casos, além do PCA também o PE é familiar dos controladores. 10,94% das empresas da amostra apresentaram o nível máximo de concentração de poder, quando os dois cargos são ocupados por familiares e pela mesma pessoa. Vale destacar que esses resultados são verificados numa amostra majoritariamente composta por empresas listadas no NM e emitem ADRs. Presumivelmente adotam melhores práticas que seus pares, o que leva a se conjecturar qual será o nível de concentração de poder nas demais empresas listadas;
- ainda buscando uma visão mais refinada da composição do CA, além do conceito de independência, ao lado do indicador de concentração de poder na empresa a pesquisa criou um indicador de endogenia/exogenia. O nível de endogenia dos CAs pode melhor contextualizar a presença de conselheiros independentes. Entre os respondentes, 56,55% são considerados internos e 13,11%, totalmente endógenos – além de executivos, são simultaneamente relacionados com os acionistas controladores;

⁶¹ Ver método de apuração do índice detalhado na Seção 3.4

- mesmo sendo a maioria aderentes a níveis superiores de governança (56%), apenas 41,50% da amostra mantêm um regimento interno para o CA, indicando que há importante espaço para melhoria nos CAs, particularmente quando os resultados associam a existência do regimento com melhores níveis de boas práticas;
- em sintonia com outros mercados (HEIDRICK & STRUGGLES, 2007; SPENCER STUART, 2006), há um predomínio de comitês ligados ao papel de controle que, neste caso, representam mais que o dobro dos comitês ligados ao papel de direcionamento. Os comitês mais frequentes são os de auditoria, remuneração, estratégia, finanças, gestão de pessoas ou recursos humanos e governança;
- os respondentes indicaram, com suas escolhas a respeito das atividades realizadas por seus CAs, que há predomínio das atividades relacionadas com o papel de controle e direcionamento, sendo menores aquelas relacionadas com o papel de serviço. Além das atividades normalmente citadas, há uma que é mais recente na dianteira das atividades do CA: a atividade de monitorar riscos que recebeu o quinto nível de concordância da amostra. Essa priorização pode estar relacionada com o período da coleta dos dados, justamente no momento em que se ampliou o conhecimento sobre a crise financeira internacional, entre setembro de dezembro de 2008;
- interessante notar que, quando o PE ou PCA são familiares dos controladores, os papéis de serviço ganham mais relevância. Como o modelo de equações simultâneas identificou que o papel de serviço está associado negativamente ao de controle, poder-se-ia presumir que o papel de controle do CA fica enfraquecido nas empresas dirigidas por familiares dos controladores. Ainda, quando o PE é familiar dos controladores, os administradores respondentes concordam em menor grau com a atividade do CA a respeito de decidir sobre a contratação ou demissão do PE, indicando uma diminuição do papel do CA em uma de suas atribuições primordiais;
- a existência de um Conselho Fiscal instalado parece não ter relação com os papéis exercidos pelo CA;
- um resultado interessante vem de uma questão associada a uma situação de fato vivida pelos conselhos investigados. Os CAs que discutiram profundamente a substituição do PE,

antes de fazê-lo, estão fortemente associados a atividades referidas nas atuais melhores práticas (IBGC, 2004) e ao que deve tornar-se o novo código (IBGC, 2008). Esse elemento é o que mais diferenciou os grupos de respostas, indicando que futuras pesquisas devem, além de explorar esse ponto, buscar outros similares, em que são exploradas situações reais vividas pelos CAs. Referir-se à situação de fato, parece levar os respondentes a melhor caracterizar as atividades do CA;

- quando estimulados a identificar o envolvimento do CA no desenvolvimento da estratégia, os respondentes reconhecem mais o envolvimento na etapa da aprovação do que naquela de monitoramento. O resultado é consistente com achados recentes (MURITIBA, 2009). Os CAs estão mais envolvidos na etapa de iniciação da estratégia do que seria esperado, pelo modelo de separação de propriedade e controle (FAMA; JENSEN, 1983) que atribui esta etapa aos gestores;
- as questões inseridas no instrumento de pesquisa com o propósito de se identificarem as prioridades dos respondentes, entre as distintas atividades ao mesmo tempo que capturavam eventuais inconsistências dos respondentes, resultaram como esperado. Quando indagados sobre o que os CAs não deveriam fazer mas fazem e o que fazem mas não deveriam, os respondentes foram mais críticos sobre seus CAs, que em suas primeiras respostas. Nesse conjunto de respostas, observou-se que 38,9% dos CAs ainda se ocupam da maioria dos assuntos operacionais. Também nesse conjunto verificou-se que as maiores lacunas sobre atividades dos CAs são: não direcionar os assuntos de sucessão, não decidir de fato sobre a estratégia da empresa, não monitorar o desempenho dos executivos e da empresa e não estabelecer contatos de interesse da empresa. Note-se mais uma vez que isso ocorre com os respondentes de empresas que aparentemente adotam práticas superiores de governança em relação à média de mercado;
- nesta pesquisa buscou-se associar os papéis do CA ao estilo do CA, investigando não apenas a composição, mas a visão dos respondentes sobre a independência do órgão, sua atividade e participação. Explorou-se ainda o nível decisório do CA, questionando sua relevância como órgão e sua capacidade de deliberação. Pode ter havido um viés em relação a essa classificação, dada a alta frequência de respondentes internos que possivelmente tenham uma visão menos crítica do modelo de governança que eles mesmos estabeleceram. O fato é

corroborado pela inconsistência verificada entre essas respostas e aquelas de outra parte do questionário. Em todo caso, a ausência de um PCA familiar dos acionistas controladores está positivamente associada ao estilo do CA mais ativo, deliberativo e relevante quanto ao nível decisório.

Os principais resultados do modelo de equações simultâneas são:

- a primeira modelagem estatística aplicada foi a de equações estruturais. Tendo em vista que os resultados levaram a suspeitas sobre sua adequação aos pressupostos, um segundo modelo foi usado: o de equações simultâneas. O modelo foi aplicado após a técnica multivariada de análise fatorial, que buscou reduzir as informações contidas nas variáveis a um número menor de fatores, traduzindo o seu grau de correlação;
- a hipótese nula sobre a relação entre a estrutura de propriedade, tamanho, idade e qualidade de governança no nível do CA não foi rejeitada já que não foram encontradas relações substanciais;
- também não foi rejeitada a hipótese de que não haveria relação entre participação relevante de investidores institucionais na estrutura de propriedade e os papéis do CA;
- a única variável independente que registrou relação significativa com os papéis do CA foi a listagem no NM, positivamente associada com o papel de direcionamento do CA;
- o modelo de equações simultâneas permitiu identificar-se que o envolvimento do CA na etapa de iniciação de estratégia e na de monitoramento estão positivamente associadas com o papel de controle. Cabe refletir se a predominância de empresas com controle familiar ou bloco de controles e de respondentes ligados aos controladores indicaria que o papel de controle não está apenas ligado ao papel do órgão, mas também à presença de acionistas e controladores neste CA. A literatura (FAMA; JENSEN, 1983) indica que a etapa de iniciação é reservada aos gestores, enquanto parte de nossos respondentes vêem o CA fazendo isso;
- o modelo estatístico também indica que quanto maior o papel de controle exercido, maior será aquele de direcionamento e quanto maior este, maior será o de serviço. Essas associações parecem indicar uma prioridade nos papéis exercidos pelo CA;

- o papel de controle está negativamente associado ao papel de serviço, podendo indicar que CAs que se ocupam de atividades de controle não podem ou não querem dedicar-se a atividades de serviço, que poderiam ser consideradas menos importantes;
- se esse resultado for examinado à luz dos resultados das estatísticas descritivas indicando que se verificou que quando o PE ou PCA são familiares dos controladores, os papéis de serviço ganham mais relevância, pode-se especular que o papel de controle é menos presente nas empresas dirigidas por familiares dos controladores;
- os níveis de explicação do modelo para o papel de direcionamento é maior do que aqueles para o papel de controle e de serviço. Os coeficientes resultantes são baixos, mas considerados suficientes para a proposição descritiva e exploratória desta pesquisa.

Os resultados desta pesquisa indicam que ainda há muito para se explorar no papel desempenhado pelos conselhos de administração no modelo de governança das empresas. O predomínio do papel de controle que, além de descrito nas atividades reportadas, é confirmado pela frequência de comitês de controle, era esperado e está adequado ao que vem acontecendo até aqui no âmbito internacional.

Embora não se tenham confirmado associações entre os papéis do CA e a estrutura de propriedade e ainda a presença de investidores institucionais nessa estrutura, as variáveis deveriam continuar sendo investigadas em amostras maiores para a confirmação desses achados.

Mesmo os CAs de empresas listadas em segmentos que requerem padrões superiores de governança ainda têm muito para avançar em suas práticas. No próximo capítulo sugerem-se oportunidades de progresso nas práticas de governança, assim como se discutem elementos que dão contorno aos papéis do CA e apontam-se caminhos para a pesquisa sobre conselhos.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Nesta pesquisa descreveu-se e explorou-se pela primeira vez o papel dos CAs e sua relevância no sistema de governança corporativa nas empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA). Adicionalmente, estudou-se a relação entre a estrutura e tipo de propriedade, tamanho e idade da empresa, determinantes da qualidade de governança no nível do CA e o papel dos CAs na empresa, o que também foi feito pela primeira vez.

O estudo quantitativo, com base em procedimentos estatísticos e caráter descritivo e correlacional foi realizado em duas etapas. Na primeira, analisaram-se empresas listadas na Bovespa de 1998 a 2007 com base tendo como base o modelo elaborado pelos pesquisadores Leal e Carvalhal-da-Silva (2007). Na segunda, o estudo teve como base um corte transversal utilizando-se o método de *survey*. Dois questionários foram respondidos por grupos distintos: o primeiro respondido pelas empresas explorando as características do CA e o segundo por administradores das empresas, focalizado nas atividades realizadas pelo CA e que seriam associadas com os papéis deste órgão e seu estilo e nível decisório.

A amostra não-probabilística por conveniência composta pelas empresas listadas na BM&FBOVESPA foi formada por 65 empresas de diversos setores de atividade e estrutura acionárias e 122 administradores. Esta foi a amostra utilizada para o desenvolvimento das estatísticas descritivas. Para o Modelo de Equações Estruturais (*Structural Equation Modeling* - SEM) e Modelo de Equações Simultâneas foram consideradas 88 observações, dada a falta de algumas informações.

A variável dependente foi construída com base em 17 questões sobre as atividades que o CA⁶² realiza e relacionadas com os três papéis mais frequentemente apresentados na literatura: controle, direcionamento (estratégia e política) e prestação de serviço e as variáveis independentes foram 28 como descrito na Seção 3.4 .

Como a pesquisa partiu do pressuposto que a qualidade de governança na firma está positivamente associada à adesão voluntária a padrões mais estritos de governança adotados por empresas listadas em segmentos especiais, como encontrado por Silveira *et al.* (2007), foram considerados isoladamente dois grupos de referência: as empresas listadas na Bovespa

⁶² Ver Seção 3.3.

que também emitem *ADRs* na Bolsa de Nova Iorque, num total de 32 empresas em setembro de 2008 e as empresas listadas nos segmentos especiais de listagem com governança corporativa superior à prevista em Lei dos Níveis 2 e Novo Mercado, num total de 120 empresas em julho de 2008,

Os resultados das estatísticas descritivas compõem um quadro claro dos conselhos nas empresas listadas.

Os CAs em grande parte são dominados pelos acionistas controladores, e a participação de conselheiros independentes ainda está bastante abaixo da recomendação de maioria de independentes do código de melhores práticas (IBGC, 2004). Esses resultados são consistentes com aqueles encontrados por outros pesquisadores (SAITO; DUTRA, 2006; BLACK; CARVALHO; GORGA, 2008).

Há uma presença pequena de acionistas minoritários nos CAs. Essa situação identificada em pesquisa anterior (KPMG; CEG, 2008) indica que muita melhoria ainda pode ser feita na composição dos conselhos das listadas.

Em linha com achados anteriores de estudos brasileiros (BLACK; CARVALHO; GORGA, 2008; KPMG; CEG, 2008), o acúmulo dos cargos de presidente do conselho e presidente executivo não é um problema maior nas empresas brasileiras. Mais importante é não apenas o acúmulo de poder pelo fato de o presidente do CA ser na maior parte dos casos também familiar do acionista controlador ou ele próprio, como também a frequência relevante de presidentes executivos também familiares do controlador.

Quanto ao foco central desta pesquisa, os papéis do CA, observou-se que há um predomínio das atividades relacionadas com o papel de controle, da mesma forma que os comitês relacionados com este papel são quase o dobro dos que se relacionam com as atividades de direcionamento (estratégia + políticas) da empresa. Esse predomínio foi identificado antes por Van den Heuvel, Gils e Voordeckers (2006) para pequenas e médias empresas belgas. O predomínio de comitês relacionados com o papel de controle está de acordo com estudo anterior (KPMG; CEG, 2008).

O papel de direcionamento também é relevante, confirmado pelo número de comitês e o papel de serviço é o menos relevante nos conselhos. Esse último resultado opõe-se ao registrado por Van den Heuvel, Gils e Voordeckers (2006) que identificaram o papel de serviço como o segundo mais relevante nas pequenas e médias empresas belgas.

O predomínio dos papéis de controle e direcionamento também foi verificado por Stiles (2001) ao investigar 51 conselheiros, 121 secretários de CA e desenvolver quatro estudos de casos no Reino Unido. Nessa pesquisa também a atividade mais mencionada estava relacionada com estratégia, mas com uma diferença bastante mais significativa em relação à segunda, ao papel de controle do que se verificou na presente pesquisa.

Aqui, apesar de a primeira em nível de concordância ser uma atividade relacionada com estratégia, é o conjunto de atividades de controle que, juntas, ganham mais importância. O achado confirma a visão da teoria de agência que vê o controle como a mais importante tarefa do CA (ZAHRA; PEARCE, 1989). Uma atividade que figurou como a quinta na lista de maior concordância – monitorar riscos - pode estar ligada ao período de realização desta pesquisa de campo, de setembro a dezembro de 2008, coincidente com a eclosão da crise financeira internacional.

A presença de familiares dos acionistas controladores nas posições de PCA ou PE está relacionada com maior relevância dada ao papel de serviço. O achado é consistente com o de Van den Heuvel, Gils e Voordeckers (2006) para pequenas e médias empresas belgas: houve a mesma associação, mas fazendo referência apenas ao PE.

O efetivo nível decisório do CA está associado a um número maior de melhores práticas de governança. Isso se observou, quando ocorreu uma situação vivida por CAs que substituíram seus PEs e que, antes de tomar a decisão, discutiram o assunto profundamente, diferentemente do grupo que apenas aprovou a proposta apresentada pronta ao CA.

Quanto ao desenvolvimento da estratégia, os conselhos estão mais envolvidos na etapa da aprovação do que na de monitoramento. O resultado é consistente com o achado recente de Muritiba (2009), mas diferente do esperado pelo modelo de Fama e Jensen (1983) que veem envolvimento do CA no monitoramento nos mesmos níveis da aprovação. Diferente desse

modelo, muitos dos conselheiros estudados ainda se veem envolvidos na etapa de iniciação que seria delegada aos gestores, segundo Fama e Jensen (1983).

As maiores lacunas observadas pelos respondentes em relação às atividades do CA são: (i) não direcionar os assuntos de sucessão; (ii) monitorar riscos; (iii) não decidir de fato sobre a estratégia da empresa; (iv) não monitorar o desempenho dos executivos e da empresa; (v) não estabelecer contatos de interesse da empresa.

Esse resultado merece reflexão por parte dos agentes de mercado, já que a maioria das empresas respondentes é aderente a práticas superiores de governança em relação à média do mercado. Ainda neste ponto do questionário, os respondentes foram mais críticos do que quando responderam às perguntas iniciais sobre as atividades do CA, mostrando aqui uma realidade menos positiva do que lá.

Nesta pesquisa, abordaram-se dois fatores adicionais para dar contorno aos papéis do CA. O primeiro relacionou-se com o estilo, observado por meio de uma escala de diferencial semântico de seis pontos em cujos extremos estavam os estilos investigados⁶³ os níveis de participação, atividade, independência. O outro fator foi o nível decisório, onde o respondente também era convidado a situar na escala sua visão sobre níveis de deliberação e relevância.

Os resultados indicaram que os respondentes veem seus conselhos com altos níveis dos estilos recomendados - participativo, ativo e independente - e igualmente com elevados índices de nível decisório. Mas esses resultados devem ser interpretados com cautela tendo em vista a possibilidade de viés resultante do grande número de administradores internos (executivos ou acionistas controladores) na amostra, que poderiam ter uma visão menos crítica sobre o órgão que eles formaram e lideram. Adicionalmente, as respostas a esses itens apresentaram certa inconsistência com os resultados provenientes das perguntas sobre o que o CA faz e não deveria fazer e o que não faz e deveria, em que se observou uma posição mais crítica como mencionado. Apesar de uma possível visão mais favorável, quando esses resultados foram contrapostos às informações obtidas nas empresas, observou-se que a ausência de um presidente do CA familiar do acionista controlador está associada positivamente a um CA

⁶³ Detalhes na Seção 3.4.

mais ativo, deliberativo e relevante do que quando o CA é presidido por um familiar do acionista controlador.

Todos os resultados obtidos nesta pesquisa devem ser considerados à luz de três características de concentração da amostra: (i) a maioria das empresas está listada no Novo Mercado, Nível 2 ou emitem *ADRs* na Bolsa de Nova Iorque. Nestes casos as regras de governança são mais estritas, o que pode levar à suposição de que os resultados aqui obtidos não espelham o mercado todo, mas são relativos às empresas que em geral adotam práticas superiores em relação a seus pares de mercado; (ii) a grande maioria de empresas é de controle familiar ou parte de um bloco de controle, o que nesse caso está de acordo com o ambiente prevalente no mercado; (iii) há um predomínio de administradores ligados aos acionistas controladores entre os respondentes, o que pode conduzir a uma visão menos crítica das práticas de governança dada a relação com aqueles que efetivamente decidem o modelo. A menor presença de conselheiros externos está em harmonia com o encontrado por Li (1994). Ele identificou que, consistentemente com a teoria da agência, o percentual de conselheiros externos está negativamente associado à concentração acionária. A menor frequência de externos também foi observada por Saito e Dutra (2006) e Black, Carvalho e Gorga (2008).

O Modelo de Equações Simultâneas foi utilizado após resultados que levaram a suspeitas em relação à adequação da SEM⁶⁴. Por meio do processo de estimação Mínimos Quadrados de Três Estágios, o modelo foi adotado depois da aplicação da técnica multivariada de análise fatorial que objetivava a redução das informações, contidas nas variáveis, para um número menor de fatores. Os coeficientes de explicação resultantes do modelo foram baixos, mas suficientes para a proposição descritiva e exploratória desta pesquisa. Os níveis de explicação do modelo para o papel de direcionamento foram maiores do que para os papéis de controle e de serviço.

Os resultados não rejeitaram as hipóteses nulas e, portanto, não confirmaram as hipóteses de relação entre estrutura de propriedade, tamanho e idade da empresa, determinantes da qualidade de governança no nível do CA no papel das empresas listadas brasileiras e ainda a

⁶⁴ Os detalhes estão nas Seções 4.5, 4.6 e 4.7

outra hipótese de relação significativa entre a participação relevante de investidores institucionais na estrutura de propriedade e os papéis do conselho de administração.

O modelo permite concluir que conselhos envolvidos na etapa de iniciação e de monitoramento da estratégia estão positivamente associados com o papel de controle. Esse resultado remete a uma reflexão. Considerando o predomínio de empresas com controle familiar ou bloco de controle e respondentes ligados aos controladores na amostra, seria o órgão CA que estaria associado ao papel de controle ou a presença majoritária de conselheiros relacionados com os controladores ou eles próprios no CA que, estando também em outros órgãos da administração, dariam essa conotação de controle ao órgão?

O outro resultado é o de que quanto maior o papel de controle exercido pelo CA, maior será o papel de direcionamento e quanto maior este, maior será o de serviço. Essas relações sugerem uma hierarquia dos papéis do CA. É interessante notar, entretanto, que o papel de controle está negativamente associado ao papel de serviço. Essa constatação pode levar à especulação de que CAs que se ocupam de atividades de controle não podem ou querem dedicar-se a atividades de serviço, que poderiam ser consideradas menos importantes.

Quando esse resultado é contraposto aos obtidos nas estatísticas descritivas em que se identificou que os papéis de serviço ganham mais relevância quando o PE ou PCA são familiares dos controladores, pode-se especular que o papel de controle é menos presente nas empresas dirigidas por familiares dos controladores. Por estarem mais presentes na gestão e no conselho, os controladores podem entender não haver necessidade de o CA exercer o papel de controle como advogado na teoria de agência, pois eles próprios estão fazendo esse papel. Mas cabe a pergunta: quem fará esse papel em nome dos acionistas minoritários e de outras partes interessadas, tendo em vista que uma das possibilidades de expropriação na empresa de propriedade concentrada é aquela do acionista majoritário em relação ao acionista minoritário? Além disso, os resultados das estatísticas descritivas indicam outro motivo para a conclusão de que o papel de controle fica enfraquecido nas empresas controladas: quando o PE é familiar dos controladores, os respondentes concordaram em menor grau com a atividade do CA de decidir sobre a contratação ou demissão desse mesmo PE. Vale destacar que essa é uma das atribuições primordiais de um conselho de administração.

De volta ao Modelo de Equações Simultâneas, a única variável independente que registrou relação significativa com os papéis do CA foi a listagem no Novo Mercado, indicando que os CAs das empresas listadas nesse segmento estão positivamente associados com o papel de direcionamento.

Esta pesquisa trouxe algumas contribuições para o estudo dos conselhos de administração, assim como para a prática nas empresas. A primeira contribuição consistiu em fornecer pela primeira vez um quadro sobre as atividades dos CAs das empresas listadas brasileiras - aderentes a práticas mais estritas de governança - e os papéis decorrentes prevalentes neste CAs. A segunda contribuição está em a pesquisa trazer novos elementos de contorno desses papéis, explorando o estilo e o nível decisório dos CAs.

Observando os muitos espaços de melhoria ainda verificados nas atividades dos CAs desse grupo de empresas em relação ao que pregam as melhores práticas, pode-se imaginar quão deficiente será o quadro nas demais empresas listadas brasileiras. Isso, sem mencionar o maior número de empresas brasileiras, aquelas de capital fechado. Os progressos nas melhorias das práticas de governança corporativa no país foram apenas iniciados e os resultados desta pesquisa indicam pontos para a melhoria na atividade do CA: aumentar sua atuação no monitoramento da implantação da estratégia; cuidar dos assuntos de sucessão na empresa; monitorar o desempenho da empresa e dos executivos; monitorar riscos; decidir efetivamente os rumos estratégicos da empresa.

Os resultados com implicações práticas desta pesquisa indicam alguns outros caminhos específicos para melhorias nas práticas de governança. Em primeiro lugar, a adoção de regimentos internos por menos da metade das empresas da amostra indica que é este é um campo para melhoria, particularmente se considerando o fato de que empresas que o adotam apresentam níveis de superiores de governanças em relação às atividades de seus CAs. Em segundo lugar, como o regimento está associado a práticas superiores de governança, esta deveria ser uma demanda prioritária dos investidores institucionais ou outros acionistas minoritários em relação às empresas investidas.

Em terceiro lugar, a necessidade de se observar a proporção de conselheiros externos e independentes quando o presidente executivo e o presidente do CA forem familiares dos acionistas controladores. Como se evidenciou nos resultados, quando isso ocorre, o papel de

controle pode ficar minimizado ou a atuação do CA pode ficar limitada. Quando o PCA é familiar dos controladores, o CA mostrou-se menos ativo, deliberativo e relevante em relação a seu nível decisório. Assim, além de observar se os dois cargos são exercidos pela mesma pessoa, o mercado deve avançar para um nível mais apurado de escrutínio, dando atenção à proporção de externos e independentes, particularmente nos casos de maior concentração de poder com controladores ou seus representantes atuando também como administradores.

Com a constatação de que os minoritários seguem com uma participação pequena nos conselhos e que, como outros estudos (Saito; Dutra, 2006) já mostraram, não se utilizam de todos os mecanismos à sua disposição para fazer-se representar nos CAs, outra recomendação é a de que os minoritários busquem se organizar melhor, observando os casos em que podem unir-se a outros para eleição de membro no conselho.

Ao órgão regulador fica a recomendação de melhoria nos sistemas públicos de informação sobre as empresas listadas, particularmente por intermédio do IAN, relatório com Informações Anuais das companhias abertas⁶⁵. Ao incluir elementos como aqueles que levam à observação do indicador de concentração de poder, exogenia/endogenia e desvendem as relações entre os administradores e acionistas controladores, apenas para citar um exemplo, o regulador ofereceria ferramentas para o próprio mercado fiscalizar e estimular melhorias nas práticas das empresas. Mais informações sobre as reuniões do CA, como frequência e tipo (presencial ou via outros meios de comunicação), poderão oferecer elementos para que as partes interessadas possam avaliar melhor a atuação do CA. Por último, os demais cargos ocupados por administradores em outras empresas – listadas ou não – poderão ser de extremo valor para os agentes de mercado avaliarem se os conselheiros têm capacidade de dedicar o tempo necessário para o cumprimento de seus deveres fiduciários.

No âmbito da pesquisa acadêmica, este trabalho contribuiu com uma visão mais refinada sobre a composição do CA, situando a questão em relação a outros órgãos da governança. Isso ocorreu ao se criar um índice de concentração de poder, que leva em consideração não só se os cargos de PCA e PE são ocupados pela mesma pessoa, mas também se esses cargos são ocupados por familiares dos controladores. Os distintos níveis de concentração de poder

⁶⁵ No momento da redação desta dissertação, o IAN está sendo objeto de estudo para futura consulta pública.

poderão ser úteis para se avaliar como ela se reflete em outras práticas de conselho, mesmo mais amplas, de toda a governança corporativa.

Outra contribuição na mesma linha foi a da criação do indicador de endogenia/exogenia, que adiciona outro patamar de observação à simples verificação de dependência/independência. Os conselheiros representantes de minoritários ou de trabalhadores pelas práticas de boa governança (IBGC, 2004) são considerados independentes e isso não é questionado aqui. Entretanto, o uso do conceito de endogenia/exogenia pode captar elementos mais sutis. Diferentemente de um conselheiro sem qualquer outro vínculo ou interesse no resultado da empresa, os conselheiros representantes de minoritários ou de trabalhadores podem vivenciar situações de conflito de interesse com maior frequência ou ter mais dificuldade de um julgamento isento dada sua relação com uma determinada parte interessada⁶⁶. Níveis maiores de endogenia, por sua vez, poderão estar mais associados a maior conhecimento e envolvimento justamente devido a seus laços.

Os dois indicadores, além do uso na pesquisa acadêmica para avaliar suas relações com práticas do CA, podem ser úteis ao mercado para a avaliação de proporção ótima de conselheiros para cada situação em particular, levando-se em consideração que cada quadro demanda uma solução única de governança em resposta às situações contextuais.

Recomenda-se que, para futuras pesquisas sobre conselho, os pesquisadores incluam mais questões relativas a situações reais vividas pelos conselhos. A pergunta com essa característica trouxe os índices mais altos de concordância e, principalmente, as maiores diferenças entre grupos de respondentes de toda a amostra. Outra recomendação sobre a ferramenta para a obtenção de dados consiste em se procurar incluir algumas questões que direcionem necessariamente os respondentes a uma visão mais crítica sobre o que estão respondendo. No caso desta pesquisa, isso aconteceu quando os respondentes foram instados a escolher entre as atividades que o CA devia, mas não fazia, ou, ao contrário, fazia e não devia.

⁶⁶ Vale distinguir aqui os conselheiros efetivamente representantes de minoritários e aqueles indicados por minoritários, mas completamente independentes que atuam nos CAs sem qualquer vínculo nem troca de informações com aquele acionista em particular.

Quanto a futuras pesquisas, o universo dos conselhos mal começa a ser explorado. Uma pesquisa nos moldes desta poderia ser repetida num momento mais favorável para a obtenção de um número maior de respostas. Recomenda-se outras investigações sobre as relações dos papéis do CA e estrutura de propriedade e a presença de investidores institucionais com a utilização de amostra maiores. Esta, como se disse, coincidiu com a eclosão da crise financeira internacional o que na época demandava trabalho e atenção adicionais dos administradores e das empresas.

Outras possibilidades aparecem com a utilização dos indicadores de concentração de poder e de endogenia/exogenia mais amplamente associados a outras práticas de conselho e de governança corporativa. A associação dos papéis do CA a elementos relativos à visão do CA, com base nas redes sociais e no fenômeno de *board interlocking*, parece também ser uma oportunidade.

A investigação sobre conselhos de administração requer uma nova geração de pesquisa (BECHT; BOLTON; RÖELL, 2005, p. 57). Os futuros estudos, como defendido por Guerra, Fischmann e Machado Filho (2009), devem considerar estruturas teóricas que desvendem a dinâmica dos conselhos e analisem suas distintas dimensões, abordando seu aspecto mais íntimo, o de funcionamento do CA.

Aspectos motivacionais individuais (pecuniários e não pecuniários), relações de poder, cultura, estilo de liderança, traços de personalidade dos conselheiros, tipos de conselheiros independentes (*experts* temáticos, *experts* no negócio, *experts* em métodos e modelos) poderão ser observados para avaliar sua relação ou influência no trabalho de um grupo de indivíduos que compõem o conselho como órgão colegiado (GUERRA; FISCHMANN; MACHADO FILHO, 2009). Neste caso, os indicadores de concentração de poder e de endogenia/exogenia poderiam ser insertos no conjunto da análise. Ao se integrarem as dimensões do indivíduo e do grupo, abrem-se novas perspectivas para a análise processual do funcionamento dos conselhos e pode-se observá-los como equipes formadas potencialmente por estrelas individuais.

Adicionalmente, propõe-se, como argumentam Guerra, Fischmann e Machado Filho (2009), a discussão sobre a propriedade de os investigadores se dedicarem a construir uma estrutura teórica multidisciplinar e integrada que modele a complexidade e distintas dimensões do

conselho como processo de decisão em grupo, em que elementos como confiança, redes sociais e *board interlocking* (apenas para se citarem alguns) poderão adicionar dimensões não capturadas por modelos econômicos. Às teorias econômicas da organização e às perspectivas das teorias das partes interessadas (*stakeholders*) e da teoria de *stewardship* (direção, administração) podem ser adicionadas lições da psicologia e sociologia. Confiança (*trust*), aspectos cognitivos, coesão, compromisso, consenso estão entre os elementos a serem observados. Trata-se de adicionar as dimensões de caráter comportamental e social dos conselhos à dimensão econômica e à organizacional.

Os papéis do conselho de administração, seu funcionamento e dinâmica ainda devem ser muito explorados e representam grandes oportunidades de investigação com benefícios para a academia e para os agentes de mercado. O entendimento do órgão central do sistema de governança está apenas se iniciando.

REFERÊNCIAS

- ADAMS, Renee B.; HERMALIN, Benjamin E.; WEISBACH, Michael S., The Role of Boards of Directors in Corporate Governance: A Conceptual Framework & Survey. **Charles A. Dice Center Working Paper No. 2008-21**, 2008.
- ALCHIAN, Armen. A. Some Economics of Property Rights. **Il Politico**, v. 30, n. 4, p. 816-829, 1965.
- ALCHIAN, Armen.A.; DEMSETZ, Harold. Production, information costs, and economic organization. **American Economic Review**, v. 62, n. 5, p. 777-795, 1972.
- AL-HINDAWE, Jaine. Considerations when constructing a semantic differential scale. **La Trobe papers in linguistics**, v. 9, n. 3, 1996. Disponível em: <<http://www.latrobe.edu.au/linguistics/LaTrobePapersinLinguistics/Vol%2009/03AlHindawe.pdf>>. Acesso em 28 jul. 2008.
- BARNEY, Jay B.; HESTERLY, William. Economia das Organizações: Entendendo a Relação Entre as Organizações e a Análise Econômica. In: CLEGG, S.; HARDY, C; NORD, W(org.). **Handbook de Estudos Organizacionais**. Tradução de CALDAS, Miguel; Organizadores da edição brasileira: CALDAS, Miguel; FACHIN, Roberto; FISCHER, Tânia.v. 3, São Paulo: Atlas, 2004.
- BARZEL, Yoram. **Economic Analysis of Property Rights**. Cambridge: Cambridge University Press. Cap 1, 1997.
- BAYSINGER, Barry; HOSKISSON, Robert. E. The composition of boards of directors and strategic control: effects on corporate strategy. **Academy of Management Review**, v. 15, p. 72-87, 1990.
- BEBCHUCK, Lucian A.; HAMDANI, Assaf, The Elusive Quest for Global Governance Standards. **University of Pennsylvania Law Review**, v. 157, p. 1263-1317, 2009.
- BECHT, Marco; BOLTON, Patrick; RÖELL, Ailsa A. Corporate Governance and Control. **ECGI - Finance Working Paper** n. 2, 2002. Atualizado em ago. 2005. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=343461>>. Acesso em: 5 set. 2007.
- BEDICKS, Heloisa B. **O processo da dispersão de capital no Brasil sob a perspectiva da governança corporativa: um estudo de casos múltiplos**. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) 2008, Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo, 2008.
- BERLE, Adolf; MEANS, Gardiner. **The Modern Corporation and Private Property**. New York: Macmillan, 1932.
- BHAGAT, Sanjay; BLACK, Bernard S. Board independence and long term firm performance. **Working paper n. 143**, Columbia Law School, 2000.
- _____. The non-correlation between board independence and firm long-term performance. **Journal of Corporation Law**, v. 27, p. 231-273, 2002.
- _____. The uncertain relationship between board composition and firm performance. **Working Paper 54 Business Lawyer**, p. 921-963, 1999.
- BLACK, Bernard S.; CARVALHO, Antonio G.; GORGA, Erica. An Overview of Brazilian Corporate Governance. **ECGI Working Paper**, Jan.2008. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1003059>>. Acesso em: 8 fev.2008.

BLAIR, Margaret M. Ownership and control: rethinking corporate governance for the twenty-first century. (1995) In: CLARKE, Thomas. **Theories of Corporate Governance: the philosophical foundations of corporate governance.** Oxon: Routledge, 2004, p. 175-188.

BOLLEN, Kenneth A. **Structural Equations with Latent Variables.** New York: John Wiley & Sons, Inc., 1989.

BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO - BOVESPA. **Perguntas freqüentes.** 2008. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/>>. Acesso em 04 ago. 2008.

_____. **Site institucional.** Disponível em: www.bovespa.com.br

_____. **Dicionário de finanças.** 2008. Disponível em: <www.bovespa.com.br/Investidor/DicionarioFinan/dicionario.htm> Acesso em: 25 jun. 2008.

BRANCATO, Carolyn K. Introduction. In: **Institutional investors and corporate governance: best practices for increasing corporate value.** The Conference Board, Irwin, 1997. 242p., p. xi-xxii.

BRANDÃO, Monica. **Governança corporativa e a influência dos acionistas minoritários no sistema de decisões estratégicas.** Belo Horizonte, 2004. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) – Faculdade de Administração da Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais.

BRASIL. Lei n.º 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre a sociedade por ações. **Base da legislação federal do Brasil.** 1976. Disponível em: <<http://www.presidencia.gov.br/legislacao/>>. Acesso em: 28 jul. 2008.

CADBURY, Adrian; MILLSTEIN, Ira M. The new agenda for ICGN. **International Corporate Governance Network Discussion Paper** n. 1 for the ICGN 10th Anniversary Conference, London, July 2005. Disponível em: <http://www.icgn.org/conferences/2005/documents/cadbury_millstein.pdf>. Acesso em: 10 out. 2006.

CANELLAS, Thiago C. **Evolução da estrutura de controle das empresas brasileiras listadas na Bovespa 2004-2006.** Dissertação (Mestrado em Administração), Universidade Federal do Rio de Janeiro UFRJ. Rio de Janeiro, 2008.

CARTER, Colin B.; LORSCH, Jay W. **Back to the drawing board: Designing corporate boards for a complex world.** Boston: Harvard Business School Press, 2004. 242 p.

CARVALHO, Antonio G.; PENNACCHI, George. G. Can voluntary market reforms promote efficient corporate governance? Evidence from firms' migration to premium markets in Brazil. 2005. **SSRN Working Papers.** Disponível em <<http://ssrn.com/abstract=678282>>. Acesso em: 10 set. 2006.

CARVALHO, Antonio G. Governança Corporativa no Brasil em Perspectiva. **Revista Brasileira de Administração**, v. 37, n. 3, p. 19-32, 2002.

CARVALHO, Antonio G. Ascensão e Declínio do Mercado de Capitais no Brasil, a Experiência dos Anos 90. **Revista de Economia Aplicada**, v. 4, n. 3, p. 595-632, 2000.

CHARAN, Ram. Introduction: Advancing the Practice of Corporate Governance. In: **Boards that deliver: Advancing Corporate Governance from compliance to competitive advantage.** San Francisco: Jossey-Bass, 2005, p. ix-xiii.

_____. Preface: What you should know about corporate boards. **Boards at work: how corporate boards create competitive advantage.** San Francisco: Jossey-Bass, 1998. 273p., p.xi-xx.

CLAESSENS, Stijn. **Corporate Governance and Development.** Washington: IFC, 2003. Disponível em <<http://rru.worldbank.org/Themes/CorporateGovernance/>>. Acesso em 10 set. 2006.

CLARKE, Thomas. **International Corporate Governance: A Comparative Approach.** New York: Routledge, 2007. 518 p.

_____. Introduction: Theories of Governance: reconceptualizing corporate governance. In: CLARKE, Thomas. **Theories of Corporate Governance: the philosophical foundations of corporate governance.** Oxon: Routledge, 2004, 370 p., p. 1-30.

_____. The Stakeholder Corporation: A Business Philosophy for the Information Age. **Long Rang Planning**, v.31, n. 2, p. 182-194, 1998 apud CLARKE, Thomas. **International Corporate Governance: A Comparative Approach.** New York: Routledge, 2007. 518 p.

COASE, Ronald H. The Institutional Structure of Production. Stockholm, Sweden: **Alfred Nobel Memorial Prize Lecture in Economic Sciences**, 1991.

_____. The nature of the firm. **Economica**, v. 4, n. 16, p. 386-405, Nov. 1937.

DAILY, Catherine M.; DALTON, Dan R.; CANELLA JUNIOR, Albert A. Corporate governance: decades of dialogue and data. **Academy of Management Review**, v. 28, n 3, p. 371-382, 2003. Disponível em:<<http://www.jstor.org/stable/30040727>>

DAVIS, James H.; SHOORMAN, David; DONALDSON, Lex. Toward a Stewardship Theory of Management. (1997) In: CLARKE, Thomas. **Theories of Corporate Governance: the philosophical foundations of corporate governance.** Oxon: Routledge, 2004. P, 119-134.

DEMB, Ada; NEUBAUER, Franz F. The Corporate Board: Confronting the Paradoxes. **Long Range Planning**, v.25, n.3, p. 9–20, 1992.

DEMSETZ, Harold. The structure of ownership and the theory of the firm. **Journal of Law and Economics**, v. 26, n. 2, p. 375-390, 1983.

_____. Towards a theory of property rights. **American Economic Review**, v. 57, n. 2, p.347-359, May 1967.

DONALDSON, Lex; DAVIS, James H. Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns. **Australian Journal of Management**, v. 16, n. 1, p. 49-64, 1991.

DRUCKER, Peter. **Management: Tasks, Responsibilities, Practices.** New York: Harper and Row, 1974.

EGGERSTSSON, Thrainn. **Economic Behavior and Institutions.** Cambridge: Cambridge University Press , 1990.

EISENHARDT, Kathleen M. Agency theory: an assessment and review. **Academy of Management Review**, vol. 14, n. 1, p. 57-74, 1989.

FAMA, Eugene; JENSEN, Michael C. Organizational forms and investment decisions. **Journal of Financial Economics**, v. 14, n. 1, p. 101-119, 1985.

_____. Separation of ownership and control. **Journal of Law and Economics**. Ohio, v. 26, p. 301-327, Jun.. 1983.

FARINHA, Jorge. **Corporate Governance: a review of literature**. Monografia. Centro de Estudos de Economia Industrial, do Trabalho e da Empresa. Faculdade de Economia da Universidade do Porto. Portugal, 2003. Disponível em: <<http://www.fep.up.pt/investigacao/cete/papers/dp0306.pdf>>. Acesso em: 10 set. 2006.

FORBES, Daniel P.; MILLIKEN, Frances J. Cognition and corporate governance: understanding boards of directors as strategic decision-making groups. **Academy of Management Review**, v. 24, n. 3, p. 489-505, 1999.

FREEMAN, R. Edward. **Strategic management: a stakeholder approach**. Boston: Pitman, 1984.

FRENTROP, Paul. **A history of corporate governance – 1602-2002**. Brussels: Deminor, 2003, 480p.

FULLER, Joseph; JENSEN, Michael C. What's a director do? **Harvard NOM Research Paper** n. 02-38, p. 1-12, Oct 2002.

GIDDENS, Anthony. **The constitution of society**. Berkeley: University of California Press, 1984.

GILLAN, Stuart L. Recent developments in corporate governance: an overview. *Journal of Corporate Finance*, v. 12, n. 3, p. 381-402, 2006. Disponível em: SSRN <<http://ssrn.com/abstract=855444>>. Acesso em: 28 junho 2009.

GORDON, Jeffrey N. Independent directors and stock market prices: the new corporate governance paradigm. **Law Working Paper n. 74. ECGI**, 2006. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=928100>>. Acesso em: 20 maio 2007.

GORGA, Érica. Changing the paradigm of stock ownership from concentrated towards dispersed ownership? Evidence from Brazil and consequences for emerging countries. *Work in Progress*, 2008. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1121037>>. Acesso em: 31 maio 2009.

GUERRA, Sandra; FISCHMANN, Adalberto; MACHADO FILHO, Claudio P. An agenda for board research. **Corporate Ownership & Control** v. 6, n. 3, 2009.

GUJARATI, Damodar N. **Econometria Básica**. Tradução de Ernesto Yoshida. 4.ed. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

HAIR, Joseph F.; ANDERSON, Rolph, E; TATHAM, Ronald L.; BLACK, William C. **Multivariate Data Analysis**. New Jersey: Prentice Hall. 5th ed. 1998.

HAIR, Joseph F., ANDERSON, Rolph E., TATHAM, Ronald L., BLACK, William C. **Análise Multivariada de Dados**. Tradução de Adonai Schlup e Anselmo Chaves Neto. 5. ed. Porto Alegre: Bookman. 2005.

HEIDRICK & STRUGGLES. **Corporate Governance in Europe 2007 Raising the bar**. 2007. Disponível em: <http://www.heidrick.com/NR/rdonlyres/666FC928-1933-4F4B-B184-FBBE141313A9/0/HS_CorpGovEurope2007.pdf>. Acesso em: 31 maio 2009.

- HERMALIN, Benjamin; WEISBACH, Michael. Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature. **Economic Policy Review**, v. 9, n. 1, p. 7-26, Apr. 2003.
- HILLMAN, Amy. J.; DALZIEL, Thomas. Boards of directors and firm performance: Integrating agency and resource dependence perspectives. **Academy of Management review**, v. 28, n. 3, p. 383-396, 2003.
- HILMER, Fred G.; TRICKER, Robert I. **An Effective Board.: Corporate Governance for Directors**. London: Director Books, 1991.
- HOX, Joop J.; BECHGER, Timo M. An Introduction to Structural Equation Modeling. **Family science Review**, v. 11, p. 354-373, 1998.
- HUSE, Morten. **Boards, governance and value creation**. Cambridge: Cambridge University Press, 2007. 371p.
- INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 3. ed. São Paulo: IBCG, 2004. Disponível em <<http://www.ibgc.org.br/CodigoMelhoresPraticas.aspx>>. Acesso em: 28 jul. 2008.
- _____. **Glossário de governança corporativa**. 2008. Disponível em <<http://www.ibgc.org.br/Secao.aspx?CodSecao=23>>. Acesso em: 28 jul. 2008.
- INSTITUTIONAL SHAREHOLDERS SERVICES (ISS). **Global Institutional Investor Study**. Rockville, MD: ISS, 2006. 96p.
- JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H.. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**. Amsterdam: North Holland, v. 3, p. 305-360, 1976.
- JENSEN, Michael C. Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function, **SSRN**, 2001. Disponível em: <<http://papers.ssrn.com/abstract=220671>>. Acesso em: 10 set. 2007
- JOHNSON, Jonathan; DAILY, Catherine; ELLSTRAND, Allan. Boards of directors: a review and research agenda. **Journal of Management**, v. 22, n. 3, p. 409-438, 1996.
- JONSSON, Eythor I. The Role Model of the Board: A Preliminary Study of the Roles of Icelandic Boards . **Corporate Governance: An International Review**, v. 13, n. 5, p. 710-717, Sep. 2005. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=791835>>. Acesso em: 5 jun. 2008.
- KAUFMAN, Allen; ENGLANDER, Ernie, WOOD, Craig H. A team production model of corporate governance revised. SMPP Working Paper 03-03 George Washington University School of Business and Public Management, 2003.
- KORN/FERRY INSTITTE. **34th Annual Board of Directors Study**. 2008.
- KOSNIK, Rita. D. Greenmail: a study of board performance in corporate governance. **Administrative Science Quarterly**, v. 32, n. 2, p. 163-185, 1987.
- KPMG; CEG – Centro de Estudos em Governança Corporativa. **A governança corporativa e o mercado de capitais: um panorama atual das corporações brasileiras na Bovespa e nas bolsas norte-americanas**. 2008.

- LA PORTA, Rafael; SHLEIFER, Andrei; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; VISHNY, Robert. Investor protection and corporate valuation. **NBER Working Paper 7403** Forthcoming in the Journal of Finance 2002, 1999.
- LEAL, Ricardo P. C. "Práticas de Governança e Valor Corporativo: uma Recente Revisão da Literatura.". In: CARVALHAL-DA-SILVA, André L.; LEAL, Ricardo Pereira C. (org.). **Governança Corporativa: Evidências Empíricas no Brasil**. São Paulo: Editora Atlas, 2007.
- LEAL, Ricardo P. C.; CARVALHAL-DA-SILVA, André L.; VALADARES, Sylvia M. Ownership, Control and Corporate Valuation of Brazilian Companies. **Proceedings of the Latin American Corporate Governance Roundtable**, São Paulo, 2000.
- LEAL, Ricardo P.; CARVALHAL-DA-SILVA, André L. Corporate Governance and Value in Brazil (and in Chile). In: LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; CHONG, Alberto (ed.) **Investor Protection and Corporate Governance – Firm Level Evidence Across Latin America**. Palo Alto: Stanford University Press, 2007, p. 213-288.
- LEBLANC, Michel; SCHWARTZ, Mark S. The black box of board process: gaining access to difficult subject. **The Authors**, v. 15, n. 15, 2007.
- LEIGHTON, David S. R.; THAIN, Donald H. How to Pay Directors. **Business Quarterly**, v. 58, n. 2, p. 30–44, 1993 apud LEBLANC, Michel; SCHWARTZ, Mark S. The black box of board process: gaining access to difficult subject. **The Authors**, v. 15, n. 15, 2007.
- LEUZ, Christian; LINS, Karl V.; WARNOCK, Francis E. Do Foreigners Invest Less in Poorly Governed Firms? **ECGI - Finance Working Paper** n. 43/2004, Apr., 2006, 52p. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=677642>>.
- LI, Jiatao. Ownership structure and board composition: a multi-country test of agency theory predictions. **Managerial and Decision Economics**, v. 15, n. 4, p. 359-369, 1994
- LIMA, Ana Luiza M. de C. **Modelagem de Equações Estruturais: Uma Contribuição Metodológica para o Estudo da Pobreza**. Tese de Doutorado. Departamento de Ciências Sociais, Universidade Federal da Bahia. Salvador, 2005.
- LORSCH, Jay. W.; MACIVER, Elisabeth. **Pawns or Potentates: The Reality of America's Corporate Boards**. Boston: Harvard University Press, 1989.
- MACE, Myles M. Directors: Myth and Reality (1971) In: CLARKE, Thomas (ed.). **Theories of Corporate Governance: the philosophical foundations of corporate governance**. Oxon: Routledge, 2004, 370 p., p. 96-107.
- MAIA, Márcio L. **A responsabilidade do administrador e o acordo de acionistas**. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2003.
- MATTAR, Fauze N. **Pesquisa de marketing**. 3.ed. São Paulo: Atlas, 2001.
- MCCARTHY, Daniel J; PUFFER, Sheila M. Interpreting the Ethicality of Corporate Governance Decisions in Russia: Utilizing Integrative Social Contracts Theory to Evaluate the Relevance of Agency Theory Norms. **Academy of Management Review**, v. 33, n. 1, 2007.
- McKINSEY & COMPANY. **Global Investor Opinion Survey, 2002**. Disponível em: <<http://www.gcgf.org>>. Acesso em: 10 out. 2006.

_____. **Investor Opinion Survey**, 2000, Disponível em: <<http://www.oecd.org/dataoecd/56/7/1922101.pdf>>. Acesso em: 10 out. 2006.

MENDES-DA-SILVA, Wesley; ROSSONI, Luciano; MARTIN, Diógenes L.; MARTELANC, Roy. A influência das redes de relações corporativas no desempenho das empresas do Novo Mercado da Bovespa. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 6, n. 3, p. 337-358, 2008.

MENDES-DA-SILVA, Wesley. **Composição do conselho de administração e suas implicações para o desempenho financeiro: um estudo longitudinal com indústrias brasileiras**. IBGC: São Paulo, 2003. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br>>. Acesso em: 10 set. 2006.

MILLS, Charles W. **The Power Elite**, New York: Oxford University Press, 1971 apud CLARKE, Thomas. **International Corporate Governance: A Comparative Approach**. New York: Routledge, 2007. 518 p.

MILLSTEIN, Ira M. A perspective on corporate governance - rules, principles or both. In: **ICGN yearbook**. Washington, 2006. Disponível em: <<http://www.icgn.org/conferences/2006/documents/millstein.pdf>>. Acesso em: 10 out. 2006.

MÔNACO, Douglas C. **Estudo da composição dos conselhos de administração e instrumentos de controle das sociedades por ações no Brasil**. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2000.

MONKS, Robert A. G.; MINOW, Nell. **Corporate Governance**. Oxford: Blackwell, 2004.

MÜLLER, Sérgio J. D. **Direitos Constitucionais dos Acionistas – Interpretação Sistemática da Proteção aos Minoritários**. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002.

MURITIBA, Sérgio N. **Participação dos conselhos de administração em decisões de estratégia no âmbito da governança corporativa**. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2005.

_____. **Envolvimento dos conselhos de administração na estratégia das organizações**. São Paulo, 2009. Tese (Doutorado em Administração de Empresas) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

NADLER, David A.; BEHAN, Beverly A.; NADLER, Mark B. A Blueprint for Building Better Boards. In: NADLER, David. A.; BEHAN, Beverly A.; NADLER, Mark B.(ed.⁵). **Building Better Boards: A Blueprint for Effective Governance**. São Francisco: Jossey-Bass, 2006, 308 p.

ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO. **Principles of Corporate Governance**. Paris: OECD, 1999.

_____. **Institutional Investors: Statistical Yearbook - 2000 Edition**. Paris: OECD, 2000.

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

- PETTIGREW, Andrew M. (1992). On studying managerial elites. **Strategic Management Journal**, v. 13, p. 163-182, 1992.
- PFEFFER, Jeffrey. Size and composition of corporate boards of directors: The organization and its environment. **Administrative Science Quarterly**, v. 17, n. 2, p. 218-228, 1972.
- PFEFFER, Jeffrey; SALANICK, Gerald R. **The external control of organization: a resource dependency perspectives**. New York: Harper & Row, 1978.
- POUND, John. The promise of the governed corporation. **Harvard Business Review**, v. 73, n. 2, 2000, p 79-103.
- RABELO, Flávio. M. Fundos de pensão, mercados de capitais e corporate governance: lições para os mercados emergentes. **Revista de Administração de Empresas**, v. 38, n. 1, p. 38-51, 1998.
- REED, Michael. Teorização Organizacional: Um campo historicamente contestado. In: CLEGG, Stewart R.; HARDY, Cyntia; NORD, Walter R. (org.). **Handbook de Estudos Organizacionais**. Tradução de CALDAS, Miguel; Organizadores da edição brasileira: CALDAS, Miguel; FACHIN, Roberto; FISCHER, Tânia.v. 1. São Paulo: Atlas, 1994, p. 62-97.
- ROBERTS, John D.; MCNULTY, Terry; STILES, Philip. Beyond Agency Conceptions of the Work of the Non-Executive Director: Creating Accountability in the Boardroom. **British Journal of Management**, v. 16, n. 1, p. 5-26, 2005.
- ROSSETTI, José P.; ANDRADE, Adriana. **Governança Corporativa: Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências**, 2. ed. São Paulo: Atlas, 2006.
- ROYAL SOCIETY OF ARTS (RSA). **Tomorrow's Company Inquire Final Report**, London: RSA, 1995 apud CLARKE, Thomas. **International Corporate Governance: A Comparative Approach**. New York: Routledge, 2007.518 p.
- RUIGROK, Winfried; PECK, Simon; TACHEVA, Sabina; GREVE, Peder; HU, Yan. The Determinants and Effects of Board Nomination Committees. **Journal of Management Governance**, v.10, p.119-148, 2006.
- SAITO, Richard.; DUTRA, Marcos G. L. Board of Directors of Publicly-Held Companies in Brazil: Profile and Implications for Minority Shareholders. **Corporate Governance**, v. 14, n. 2, p. 98-106, 2006.
- _____. Conselhos de Administração: análise de sua composição em um conjunto de companhias abertas brasileiras. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 6, p. 9-27, 2002.
- SAITO, Richard. Conselhos de administração: análise de sua composição em um conjunto de companhias abertas brasileiras. In: I ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 1., 2001, São Paulo. **Anais...** São Paulo: SBFIN, 2001.
- SAMPIERI, Roberto H; COLLADO, Carlos F.; LUCIO, Pilar B. **Metodología de la investigación**. México: McGraw-Hill, 1994.
- SANTOS, Aline de M. **A governança corporativa das empresas no Brasil: uma abordagem jurídica inspirada na nova economia institucional e na teoria organizativa**. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

SANTOS, Hermes M. **Conselhos de administração: um estudo do funcionamento da governança corporativa no contexto brasileiro**. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2000.

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. A survey of corporate governance. **Journal of Finance**, v. 52, n. 2, 1997.

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

_____. **Governança corporativa e estruturas de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil**, Tese (Doutorado em Administração de Empresas) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

_____. Takeover Regulation Development in Brazil (Is there a necessity for a takeover regulation in Brazil?). **First International Conference on Law & Economics**. IBMEC, São Paulo, 2009.

SILVEIRA, Alexandre Di M. da.; BARROS, Lucas A. B.; FAMÁ, Rubens. Estrutura de governança e valor das companhias abertas brasileiras. **Revista de Administração de Empresas**, v. 43, n. 3, p. 50-64, 2003.

SILVEIRA, Alexandre Di M. da, LEAL, Ricardo P. C.; CARVALHAL-DA-SILVA, André L.; BARROS, Lucas A. B.. Evolution and Determinants of Firm-Level Corporate Governance Quality in Brazil. **SSRN Working Paper Series**. Jun. 20, 2007. Disponível em SSRN: <<http://ssrn.com/abstract=995764>>. Acesso em 10 jun. 2008.

SPENCER STUART, **The Changing Profile of Directors**: Spencer Stuart Board Index. New York: Spencer Stuart, 2006.

STATA Base Reference Manual Release 8, vol. 3, Texas: Stata Press Publication, 2003.

STILES, Philip; TAYLOR, Bernard. **Boards at Work**: How directors view their roles and responsibilities. New York: Oxford University Press, 2001, 164p.

SUBRAHMANYAM, Avanidhar. Social Networks and Corporate Governance. **European Financial Management**, v. 14, n. 4, p. 633-662, 2008.

TIROLE, Jean. **The Theory of Corporate Finance**. Princeton: Princeton University Press, 2006. 644p. USEEM, Michael. How well-run boards make decisions. **Harvard Business Review**, v. 84, n. 11, p. 130-13, 2006.

USEEM, Michael. Corporations and the Corporate Elite. **Annual Reviews in Sociology**, v. 6, n. 1, p. 41-77, 1980.

USEEM, Michael. How well-run boards make decisions. **Harvard Business Review**, v. 84, n. 11, p. 130-138, 2006.

VALADARES, Silvia. M.; LEAL, Ricardo. P. C. Ownership and control structure of Brazilian companies. **Abante: Studies in Business Management**, v. 3, n. 1, p. 29-56, 2000.

VAN DEN HEUVEL, Jeroen; VAN GILS, Anita; VOORDECKERS, Win. Board Roles in Small and Medium-Sized Family Businesses: Performance and Importance. **Corporate Governance: An International Review**. v. 14, n.5, p. 467-485, Sep. 2006.

WILLIAMSON, Oliver E. Corporate Finance and Corporate Governance. **Journal of Finance**, v. 43, n.3, p. 567-591, 1988.

_____. **Markets and hierarchies: analysis and antitrust implications: a study in the economics of internal organization**. New York: Free Press, 1975.

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

_____. . The Economics of Governance: Framework and Implications. **Journal of Institutional and Theoretical Economics**, v. 140, n.1, p. 195-223, 1984.

ZAHRA, Shaker; PEARCE, John A. Boards of directors and corporate financial performance: a review and integrative model. **Journal of Management**, v. 15, n. 2, p. 291-334, Jun. 1989.

APÊNDICE 1 – Questionário da *Survey* para a Empresa

FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE

PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO

Pesquisa sobre o papel do Conselho de Administração (CA) nas empresas listadas na BOVESPA

Caro representante de empresa listada na Bovespa,

Este projeto de pesquisa investiga o papel do Conselho de Administração (CA) nas empresas listadas na BOVESPA para elaboração de uma dissertação de Mestrado em Administração. A pesquisa inclui dois questionários:

1. Uma para ser preenchido em nome da empresa com dados sobre o CA.
2. Outro para ser enviado para ser respondido individualmente apenas por conselheiros de administração ou executivos que reportem ao presidente executivo ou executivo principal.

O questionário a seguir deve ser respondido pela empresa, tendo como base a situação em 31/12/2007. Idealmente os dados devem ser preenchidos pelo Secretário(a) do CA, Departamento Jurídico e/ou área que detém os arquivos do CA e da sociedade, para depois serem conferidos pelo presidente do CA. O presidente do CA também será convidado a responder o questionário individual mencionado no item 2.

Os resultados serão divulgados apenas de forma consolidada, sendo que nenhuma empresa ou respondente será mencionado individualmente. Todos os dados obtidos serão tratados com o mais absoluto sigilo, assim como todas as opiniões aqui manifestadas. Por favor, indique ao final da pesquisa o interesse da empresa em receber um resumo dos resultados.

Agradeço antecipadamente sua colaboração e permaneço à disposição para qualquer dúvida.

Sandra Guerra
sandraguerra@usp.br
R. Diogo Jacome, 518 Bl.3/232
04512-001 - São Paulo - SP - Brasil
Tel: (+55 11) 3044 3731 - Fax: (+55 11) 3044 6206

Orientador da pesquisa:

Prof. Dr. Adalberto Fischmann
 aafischm@usp.br
 Av. Prof. Luciano Gualberto, 908, Sala E112
 05508-900 – Cidade Universitária – São Paulo - SP - Brasil
 Tel: (+55 11) 3091 5835

Identificação da empresa

Selecione abaixo a empresa sobre cujo conselho de administração responderá a este questionário. Se tratar-se de um grupo de empresas ou *holding* que congreguem mais de uma empresa listada, o questionário deverá ser respondido para cada empresa listada.

Empresa: _____

(Selecionada de lista fornecida na ferramenta de pesquisa via web)

Identificação da área respondente

Por favor, forneça os dados para que possamos entrar em contato caso tenhamos alguma dúvida sobre o preenchimento do questionário.

Área Respondente:

Nome completo da pessoa para contato com a área:

Telefone : () _____ Ramal: _____

Email: _____

Endereço:

Cidade: _____ Estado _____

CEP: _____ - _____

Sobre o conselho de administração

- Qual o número de conselheiros que integram o CA?(todos os membros, incluindo o presidente do CA) _____
- Distribua o número de conselheiros nas seguintes categorias
 - _____ *acionista controlador ou do bloco de controle*
 - _____ *representante do acionista controlador ou do bloco de controle*
 - _____ *acionista minoritário*
 - _____ *representante de acionista minoritário*
 - _____ *familiar do acionista controlador ou do bloco de controle*
 - _____ *presidente de conselho*
 - _____ *conselheiro independente*⁶⁷

⁶⁷ A definição para conselheiro independente é a adotada pelo IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa e se caracteriza por:

- Não ter qualquer vínculo com a sociedade, exceto eventual participação de capital;

- ____ *presidente executivo ou executivo(a) principal da empresa (CEO)*
 ____ *executivo(a) que reporta ao executivo(a) principal da empresa(CEO)*
 ____ *Outro (identifique): _____*

Total de conselheiros: ____

(Apenas para confirmar que a resposta está consistente com o número dado, se não estiver sistema alerta para o fato e respondente muda o número total ou confere a distribuição)

3. Se houver representante de acionista minoritário no CA, distribua o seu número entre as categorias⁶⁸:

- ____ *representante do acionista minoritário com direito a voto (portadores de ações nominais)*
 ____ *representante de acionista minoritário sem direito a voto (portadores de ações preferenciais)*
 ____ *representante de acionistas minoritários com e sem direito a voto (eleitos em conjunto pelas ações com direito a voto e sem direito a voto, pela agregação de seus votos.*

Total de conselheiros representantes de acionistas minoritários: ____

(Apenas para confirmar que a resposta está consistente com o número dado na questão anterior, se não estiver sistema alerta para o fato e respondente muda o número na questão anterior ou confere a distribuição)

4. O presidente do CA é familiar do acionista controlador ou de outro do bloco de controle?

- () *sim*
 () *não*

-
- Não ser acionista controlador, membro do grupo de controle, cônjuge ou parente até segundo grau destes, ou ser vinculado a organizações relacionadas ao acionista controlador;
 - Não ter sido empregado ou diretor da sociedade ou de alguma de suas subsidiárias;
 - Não estar fornecendo ou comprando, direta ou indiretamente, serviços e/ou produtos à sociedade;
 - Não ser funcionário ou diretor de entidade que esteja oferecendo serviços e/ou produtos à sociedade;
 - Não ser cônjuge ou parente até segundo grau de algum diretor ou gerente da sociedade; e
 - Não receber outra remuneração da sociedade além dos honorários de conselheiro divididos oriundos de eventual participação no capital estão excluídos desta restrição).
- Com a adição de não possuir vínculo com qualquer outro acionista mesmo que não o controlador ou membro do grupo de controle.

⁶⁸A Lei das S.A. prevê que portadores de 15% das ações com direito a voto **OU** portadores de ações sem direito a voto que detanhem 10% do capital social possam eleger um conselheiro. Se nenhum dos dois grupos conseguir reunir esse percentual de votos, poderão **juntos** (portadores de ações com e sem direito a voto) agregar suas ações e, se reunirem 10 % do capital social, poderão eleger um membro do CA.

5. O presidente executivo é familiar do acionista controlador ou de outro do bloco de controle?

() *sim*

() *não*

6. Os cargos de presidente executivo e presidente do CA são ocupados pela mesma pessoa?

() *sim*

() *não*

7. Qual o tempo de mandato dos conselheiros?

() *1 ano*

() *2 anos*

() *3 anos*

8. Qual a quantidade de reuniões do CA em um ano? (tome como base o exercício de 2007)

___ *Presença física*

___ *Por telefone ou conference call*

___ *De outra forma (inclui troca de documentos por email ou correio e assinatura posterior da ata)*

9. O CA tem um Regimento Interno?

() *sim*

() *não*

10. O CA tem quantos Comitês (trata-se de comitês do conselho, liderados por conselheiros, e não aqueles operacionais que reportam à diretoria executiva)?

Se nenhum, passe para a pergunta 14

11. Distribua os Comitês pelas seguintes categorias:

___ *Auditoria*

___ *Remuneração*

___ *Nomeação ou Indicação*

___ *Governança Corporativa*

___ *Remuneração e Nomeação (juntos em um mesmo comitê)*

___ *Remuneração e Governança Corporativa (juntos em um mesmo comitê)*

___ *Nomeação e Governança Corporativa (juntos em um mesmo comitê)*

___ *Remuneração, Nomeação e Governança Corporativa (juntos em um mesmo comitê)*

___ *Riscos*

___ *Planejamento Estratégico*

___ *Outro (nomeie):* _____

___ *Outro (nomeie):* _____

____ *Outro (nomeie):* _____

____ *Outro (nomeie):* _____

____ *Outro (nomeie):* _____

____ *Outro (nomeie):* _____

Total de Comitês do CA: _____

(Apenas para confirmar que a resposta está consistente com o número dado na questão anterior, se não estiver sistema alerta para o fato e respondente muda o número na questão anterior ou confere a distribuição)

12. Existe um Conselho Fiscal instalado em caráter permanente?

() *sim*

() *não*

13. Nos últimos 5 anos o CA de fato e como órgão substituiu o presidente executivo?

() *sim, avaliou detidamente as opções, discutiu em profundidade e aprovou a demissão E/OU escolha do novo presidente executivo.*

() *não, o CA apenas validou (aceitou) a proposta que veio apresentada pronta.*

() *não se aplica já que a situação não ocorreu.*

Agradecimento e encerramento

Obrigada pelo seu tempo e atenção dedicados ao preenchimento deste questionário. Por favor, assinale abaixo se gostaria de receber um resumo dos resultados desta pesquisa quando esta for concluída.

() Sim. A empresa quer receber um resumo dos resultados.

Enviar para:

Área ou Departamento:

Nome : _____

Cargo: _____

Email: _____

Telefone: (__) _____ Ramal: _____

APÊNDICE 2 – Questionário da *Survey* Individual para Conselheiros e Executivos**FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE****PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO****Pesquisa sobre o papel do Conselho de Administração (CA) nas empresas listadas na BOVESPA**

Caro entrevistado,

Este projeto de pesquisa investiga o papel do Conselho de Administração (CA) nas empresas listadas na BOVESPA, para elaboração de uma dissertação de Mestrado em Administração. Apenas conselheiros de administração ou executivos da primeira linha de comando deverão responder este questionário individual. A empresa também recebeu um questionário solicitando dados sobre a estrutura do CA e este deve ser respondido pelas áreas internas que detém os registros sobre o CA.

Os resultados serão divulgados apenas de forma consolidada, sendo que nenhuma empresa ou respondente será mencionado individualmente. Todas as informações obtidas serão tratadas com o mais absoluto sigilo, assim como todas as opiniões aqui manifestadas. Por favor, indique ao final da pesquisa seu interesse em receber um resumo dos resultados.

Agradeço antecipadamente sua colaboração

Sandra Guerra

sandraguerra@usp.br

R. Diogo Jacome, 518 Bl.3/232

04512-001 - São Paulo - SP - Brasil

Tel: (+55 11) 3044 3731 - Fax: (+55 11) 3044 6206

Orientador da pesquisa:

Prof. Dr. Adalberto Fischmann

aafischm@usp.br

Av. Prof. Luciano Gualberto, 908, Sala E112

05508-900 – Cidade Universitária – São Paulo - SP - Brasil

Tel: (+55 11) 3091 5835

Identificação da empresa

Selecione abaixo a empresa sobre cujo conselho de administração responderá a este questionário. Se eventualmente participar de outro CA de empresa listada, responda esse questionário pensando sempre nesta empresa em particular.

Empresa: _____

(Selecionada de lista fornecida na ferramenta de pesquisa via web)

Identificação do entrevistado

1. Escolha quantas alternativas forem necessárias para descrever sua atuação na empresa em referência:

- () *acionista controlador ou do bloco de controle*
- () *representante do acionista controlador ou do bloco de controle*
- () *acionista minoritário*
- () *representante de acionista minoritário*
- () *familiar do acionista controlador ou do bloco de controle*
- () *presidente de conselho*
- () *conselheiro*
- () *presidente executivo ou executivo(a) principal da empresa (CEO)*
- () *executivo(a) que reporta ao executivo(a) principal da empresa (CEO)*
- () *Outro. Identifique _____*

1a. Se for representante de acionista minoritário no CA, selecione em que categorias⁶⁹ se encontra:

- () *representante do acionista minoritário com direito a voto (portadores de ações nominais)*
- () *representante de acionista minoritário sem direito a voto (portadores de ações preferenciais)*
- () *representante de acionistas minoritários com e sem direito a voto (eleitos como resultado de acionistas com direito a voto e sem direito a voto agregarem seus votos para nomear um conselheiro)*

A próxima pergunta deve ser respondida apenas por aqueles que são conselheiros da empresa. Os executivos não-conselheiros devem passar para a pergunta 5.

⁶⁹A Lei das S.A. prevê que portadores de 15% das ações com direito a voto **OU** portadores de ações sem direito a voto que detenham 10% do capital social possam eleger um conselheiro. Se nenhum dos dois grupos conseguir reunir esse percentual de votos, poderão **juntos** (portadores de ações com e sem direito a voto) agregar suas ações e, se reunirem 10 % do capital social, poderão eleger um membro do CA.

1b. Sobre seu relacionamento com a empresa ou com seus acionistas e/ou executivos, escolha apenas uma das alternativas abaixo:

- () *relacionado por parentesco ou por relação profissional nos últimos 3 anos com os sócios controladores*
- () *relacionado parentesco ou por relação profissional nos últimos 3 anos com os sócios minoritários*
- () *relacionado profissionalmente com a empresa (Ex: fornecedor, cliente, credor)*
- () *funcionário da empresa nos últimos 3 anos*
- () *o único relacionamento com a empresa é como conselheiro independente*⁷⁰

A próxima pergunta deve ser respondida apenas por executivos não-conselheiros. Os conselheiros devem passar para a pergunta 6.

1c. Sobre seu relacionamento com a empresa ou com seus acionistas e/ou executivos, escolha apenas uma das alternativas abaixo:

- () *relacionado por parentesco ou por relação profissional anterior a atuação na empresa em referência nos últimos 3 anos com os sócios controladores*
- () *relacionado por parentesco ou por relação profissional nos últimos 3 anos com os sócios minoritários*

Atividades do conselho de administração

2. As afirmações que se seguem visam entender sua opinião sobre as atividades que Conselho de Administração (CA) ou seus membros realizam. Considere apenas as atividades do CA sobre o qual está respondendo.

Para responder considere: 1= Concordo totalmente e 6= Discordo totalmente

<i>Afirmção</i>						
2.1 O CA ou seus membros exercem o papel de representação institucional da empresa*.71	<i>1</i>	<i>2</i>	<i>3</i>	<i>4</i>	<i>5</i>	<i>6</i>

⁷⁰A definição para conselheiro independente é a adotada pelo IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa e se caracteriza por:

- Não ter qualquer vínculo com a sociedade, exceto eventual participação de capital;
- Não ser acionista controlador, membro do grupo de controle, cônjuge ou parente até segundo grau destes, ou ser vinculado a organizações relacionadas ao acionista controlador;
- Não ter sido empregado ou diretor da sociedade ou de alguma de suas subsidiárias;
- Não estar fornecendo ou comprando, direta ou indiretamente, serviços e/ou produtos à sociedade;
- Não ser funcionário ou diretor de entidade que esteja oferecendo serviços e/ou produtos à sociedade;
- Não ser cônjuge ou parente até segundo grau de algum diretor ou gerente da sociedade; e
- Não receber outra remuneração da sociedade além dos honorários de conselheiro (dividendos oriundos de eventual participação no capital estão excluídos desta restrição).

⁷¹ Nota para a banca:

*Questões diretamente relacionadas com as variáveis do papel

<i>Afirmação</i>						
2.2 O CA é responsável por aprovar a contratação ou demissão do presidente executivo (CEO)***.	1	2	3	4	5	6
2.3 O CA aprova a escolha (ou dispensa) dos demais executivos sob proposta do presidente executivo** (CEO).	1	2	3	4	5	6
2.4 O CA aprova a remuneração e pacotes de incentivo para os executivos que serão enviados à Assembléia de Acionistas***.	1	2	3	4	5	6
2.5 O CA avalia e monitora o desempenho dos executivos e da empresa***.	1	2	3	4	5	6
2.6 O CA toma de fato as decisões sobre a estratégia da empresa***.	1	2	3	4	5	6
2.7 O CA discute e direciona os assuntos de sucessão dos principais cargos na empresa*.	1	2	3	4	5	6
2.8 O CA ou seus membros se ocupam em facilitar acesso da empresa a recursos extras, como fontes de financiamento, por exemplo.*	1	2	3	4	5	6
2.9 O CA ou seus membros fornecem conselho e orientação ao executivo principal e seus subordinados.*	1	2	3	4	5	6
2.10 O CA define qual a responsabilidade do executivo principal e seus subordinados*	1	2	3	4	5	6
2.11 O CA ou seus membros estabelecem contatos com rede de relacionamentos externos de interesse da empresa e usam esse relacionamento para o benefício da empresa. *	1	2	3	4	5	6
2.12 O CA se ocupa e lidera os assuntos relacionados à governança da empresa. ****	1	2	3	4	5	6
2.13 O CA se ocupa da maioria dos assuntos operacionais da empresa?	1	2	3	4	5	6
2.14 O CA aprova o código de conduta e regimento interno do CA. **	1	2	3	4	5	6

**Questões relativas ao que o IBGC chama de competências do CA e não inclusas nas variáveis

*** Questões relacionadas com as variáveis e que também estão inclusas no que o IBGC chama de competências do CA

**** Questões que ajudam a descrever o papel do CA ou o contexto em que este atua

<i>Afirmação</i>							
2.15	O CA toma decisões (ou as propõe para Assembléia de Acionistas) sobre os principais fatos da empresa como aquisições, desinvestimentos, estrutura de capital, dividendos.*	1	2	3	4	5	6
2.16	O CA supervisiona o relacionamento dos executivos com as partes relacionadas.**72	1	2	3	4	5	6
2.17	O CA monitora os riscos da empresa***.	1	2	3	4	5	6
2.18	O CA indica e substitui os auditores independentes**.	1	2	3	4	5	6

O papel do conselho de administração no desenvolvimento da estratégia

Na próxima pergunta, identifique qual das duas frases melhor descreve o CA como órgão dentro da empresa em questão, fazendo sua escolha.

3. *Só ratifica decisões da gestão com pouca participação, a critério do presidente executivo* *Participa intensamente das discussões, questiona e toma efetivamente decisões sobre os principais fatos da empresa**

1	2	3	4	5	6

4. Escolha quantas alternativas forem necessárias para descrever a atuação do CA no desenvolvimento da estratégia da empresa?*****
- () *Iniciação – Geração de propostas para utilização de recursos e estruturação de contratos*
- () *Aprovação – Escolha das iniciativas a serem implementadas*
- () *Implementação – Execução das decisões ratificadas*
- () *Monitoramento – Medição do desempenho dos agentes de decisão e implementação de recompensa*
- () *Nenhuma das anteriores*

Atuação do conselho de administração

⁷² A Bovespa define partes relacionadas como as empresas controladas, coligadas, subsidiárias, acionistas ou administradores (BOVESPA, 2008). A CVM fala das entidades que uma empresa possa contratar e que não tenham a independência que caracteriza as transações com terceiros alheios à companhia, ao seu controle gerencial ou a qualquer outra área de influência (BRASIL, 1986).

5. No próximo bloco, identifique qual das duas palavras melhor descreve atuação d CA em questão como órgão.

5.1 Ativo

Passivo****

1	2	3	4	5	6

5.2 Independente

Dependente****

1	2	3	4	5	6

5.3 Deliberativo

Consultivo****

1	2	3	4	5	6

5.4 Relevante nesta empresa

Irrelevante nesta empresa

1	2	3	4	5	6

5.5 Cumpre principalmente requisito ou formalidade legal

Delibera efetivamente*

1	2	3	4	5	6

Atividades do conselho de administração

Nas duas próximas questões, identifique até três entre as alternativas oferecidas.

Use a última linha para definir alguma atividade não mencionada (e se usada esta deverá ser uma das 3).

6. Qual a atividade que o CA da empresa em questão **não faz e deveria fazer******:

() Exercer o papel de representação institucional da empresa

() Contratar e demitir o presidente executivo (CEO)

() Aprovar a remuneração e pacotes de incentivo para os executivos que serão enviados à Assembléia de Acionistas

() Avaliar e monitorar o desempenho dos executivos e da empresa

() Tomar de fato as decisões sobre a estratégia da empresa

() Discutir e direcionar assuntos de sucessão dos principais cargos na empresa

- () *Facilitar acesso da empresa a recursos extras, como fontes de financiamento, por exemplo.*
- () *Fornecer conselho e orientação ao executivo principal e seus subordinados.*
- () *Definir a responsabilidade do executivo principal e seus subordinados*
- () *Estabelecer contatos com rede de relacionamentos externos de interesse da empresa e usam esse relacionamento para o benefício da empresa.*
- () *Ocupar-se e liderar os assuntos relacionados à governança da empresa.*
- () *Ocupar-se da maioria dos assuntos operacionais da empresa?*
- () *Aprovar o código de conduta e regimento interno do CA.*
- () *Tomar decisões (ou as propor para Assembléia de Acionistas) sobre os principais fatos da empresa como aquisições, desinvestimentos, estrutura de capital, dividendos.*
- () *Supervisionar o relacionamento dos executivos com as partes relacionadas.*
- () *Monitorar os riscos da empresa.*
- () *Indicar e substituir os auditores independentes.*
- () *Cumprir formalidade legal*
- () *Ratificar decisões da gestão com pouca participação a critério do presidente executivo*
- () *Deliberar efetivamente*
- () _____

7. Qual a atividade que o CA da empresa em questão **faz e não deveria fazer******:

- () *Exercer o papel de representação institucional da empresa () Contratar e demitir o presidente executivo (CEO)*
- () *Aprovar a remuneração e pacotes de incentivo para os executivos que serão enviados à Assembléia de Acionistas*
- () *Avaliar e monitorar o desempenho dos executivos e da empresa*
- () *Tomar de fato as decisões sobre a estratégia da empresa*
- () *Discutir e direcionar assuntos de sucessão dos principais cargos na empresa*
- () *Facilitar acesso da empresa a recursos extras, como fontes de financiamento, por exemplo.*
- () *Fornecer conselho e orientação ao executivo principal e seus subordinados.*
- () *Definir a responsabilidade do executivo principal e seus subordinados*

- Estabelece r contatos com rede de relacionamentos externos de interesse da empresa e usam esse relacionamento para o benefício da empresa.*
- Ocupar-se e liderar os assuntos relacionados à governança da empresa.*
- Ocupar-se da maioria dos assuntos operacionais da empresa?*
- Aprovar o código de conduta e regimento interno do CA.*
- Tomar decisões (ou as propor para Assembléia de Acionistas) sobre os principais fatos da empresa como aquisições, desinvestimentos, estrutura de capital, dividendos.*
- Supervisionar o relacionamento dos executivos com as partes relacionadas.*
- Monitorar os riscos da empresa.*
- Indicar e substitui os auditores independentes.*
- Cumprir formalidade legal*
- Ratificar decisões da gestão com pouca participação a critério do presidente executivo*
- Deliberar efetivamente*
- _____

Agradecimento e encerramento

Obrigada pelo seu tempo e atenção dedicados ao preenchimento deste questionário. Por favor, assinale abaixo se gostaria de receber um resumo dos resultados desta pesquisa quando esta for concluída.

- Sim quero receber um resumo dos resultados

Enviar para:

Nome : _____

Email: _____

APÊNDICE 3 – 14 setores de atividades presentes na amostra de acordo com classificação da Econômica

<u>Setor</u>	<u>Código da Variável</u>
1 Comércio	
2 Construção	
3 Energia Elétrica	
4 Finanças e Seguros	
5 Mineração	
6 Minerais não Metálicos	SET
7 Outros	
8 Química	
9 Siderurgia & Metalurgia	
10 Têxtil	
11 Transporte Serviços	
12 Veículos e peças	

APÊNDICE 4 – Classificação dos comitês de acordo com os papéis de controle e direcionamento.

A classificação foi feita quando o nome do comitê estivesse diretamente associado com as atividades de controle ou direcionamento. Em alguns casos de dúvida, as empresas foram contatadas individualmente para assegurar que o escopo do referido comitê incluía primordialmente as atividades que caracterizavam o referido papel. Entre outros exemplos isso aconteceu com comitês nomeados de “Recursos Humanos”.

Nos outros casos, onde não foi possível identificar a associação a um dos papéis da literatura – e que aqui recebem a classificação N/A - os comitês não foram considerados para as associações feitas nos modelos estatísticos utilizados.

Comitês	Quantidade	Classificação
Auditoria e Finanças	1	Controle
Auditoria e Riscos	2	Controle
Conselho Fiscal Turbinado**	5	Controle
Controladoria	1	Controle
Controladoria, Tesouraria e Auditoria (juntos em um mesmo comitê)	1	Controle
Controles Internos e Compliance	1	Controle
Divulgação	1	Controle
Gestão de Pessoas	2	Controle
Partes Relacionadas	1	Controle
Recursos Humanos	3	Controle
Remuneração, RH e Governança Corporativa	1	Controle
RH e Ética	1	Controle
RH e Remuneração	1	Controle
Estratégia e Inovação	1	Direcionamento
Estratégico	1	Direcionamento
Governança e Sustentabilidade	1	Direcionamento
Planejamento Estratégico/Orçamento	1	Direcionamento
Planejamento Estratégico e Financeiro	1	Direcionamento
Apoio ao Conselho Administrativo	1	N/A
Comercial	1	N/A
Conduta Ética	1	N/A
Divulgação (revisar informações cujo arquivamento na CVM seja obrigatório)	1	N/A
Divulgação, Imagem e Responsabilidade Social (juntos em um mesmo comitê)	1	N/A
Desenvolvimento Executivo	1	N/A
Executivo	1	N/A

Financeiro	7	N/A
Gestão	3	N/A
Gestão Integrada e Alocação de Capital	1	N/A
Inovação	1	N/A
Investimentos	1	N/A
Jurídico	1	N/A
Negócios	1	N/A
Pessoas	1	N/A
Processos de Gestão	1	N/A
Responsabilidade Social	1	N/A
Riscos/Financeiros	1	N/A

** Essas empresas ampliam a atuação do conselho fiscal, atribuindo-lhe as funções do comitê de auditoria. Os casos registrados são de empresas que emitem ADRs na Bolsa de Nova Iorque, que obriga as empresas a terem um comitê de auditoria, mas aceitam o conselho fiscal para exercer este papel

APÊNDICE 5 – Tabelas complementares

Tabela 5.1 - Distribuição do tipo de administradores - Múltipla Resposta

Atuação e Relacionamentos	Respostas		% de respondentes
	N.º	%	
Acionista controlador ou do bloco de controle	16	9,20%	13,11%
Representante do acionista controlador ou do bloco de controle	35	20,11%	28,69%
Acionista minoritário	9	5,17%	7,38%
Representante de acionista minoritário	4	2,30%	3,28%
Familiar do acionista controlador ou do bloco de controle	8	4,60%	6,56%
Presidente de Conselho	23	13,22%	18,85%
Conselheiro Independente	29	16,67%	23,77%
Presidente executivo ou executivo(a) principal da empresa (CEO)	20	11,49%	16,39%
Executivo (a) que reporta ao executivo (a) principal da empresa (CEO)	30	17,24%	24,59%
Total	174	100,00%	

122 respondentes

Fonte: Questionário de Administradores

Pergunta: Escolha quantas alternativas forem necessárias para descrever sua atuação na empresa em referência

Tabela 5.2 - Distribuição da opinião sobre as atividades que o CA ou seus membros realizam por relação do presidente executivo com o acionista controlador ou de outro do bloco de controle

Atividade	Opinião	O presidente executivo é familiar do acionista controlador ou de outro do bloco de controle?				p ¹
		Não		Sim		
		N.º	%	N.º	%	
O CA ou seus membros exercem o papel de representação institucional da empresa	Concordo	34	53,97	26	70,27	0,140
	Discordo	29	46,03	11	29,73	
O CA é responsável por aprovar a contratação ou demissão do presidente executivo (CEO)	Concordo	60	95,24	31	81,58	0,038
	Discordo	3	4,76	7	18,41	
O CA aprova a escolha (ou dispensa) dos demais executivos sob proposta do presidente executivo (CEO)	Concordo	58	92,07	30	78,94	0,070
	Discordo	5	7,93	8	21,05	
O CA aprova a remuneração e pacotes de incentivo para os executivos que serão	Concordo	50	79,36	31	81,58	1,000

apresentados à Assembléia de Acionistas	Discordo	13	20,64	7	18,41	
O CA avalia e monitora o desempenho dos executivos e da empresa	Concordo	44	69,84	28	75,68	0,646
	Discordo	19	30,16	9	24,33	
O CA toma de fato as decisões sobre a estratégia da empresa	Concordo	54	85,71	28	75,68	0,281
	Discordo	9	14,29	9	24,33	
O CA discute e direciona os assuntos de sucessão dos principais cargos na empresa	Concordo	36	57,15	27	71,05	0,205
	Discordo	27	42,86	11	28,94	
O CA ou seus membros se ocupam em facilitar acesso da empresa a recursos extras, como fontes de financiamento, por exemplo	Concordo	22	34,92	23	60,53	0,014
	Discordo	41	65,08	15	39,47	
O CA ou seus membros fornecem conselho e orientação ao executivo principal e seus subordinados	Concordo	54	85,72	32	84,21	1,000
	Discordo	9	14,28	6	15,79	
O CA define qual a responsabilidade do executivo principal e seus subordinados	Concordo	44	69,84	27	71,06	1,000
	Discordo	19	30,16	11	28,95	
O CA ou seus membros estabelecem contatos com rede de relacionamentos externos de interesse da empresa e usam esse relacionamento para o benefício da empresa	Concordo	38	60,32	29	76,31	0,129
	Discordo	25	39,68	9	23,68	
O CA se ocupa e lidera os assuntos relacionados à governança da empresa	Concordo	45	71,43	31	81,58	0,342
	Discordo	18	28,57	7	18,41	
O CA se ocupa da maioria dos assuntos operacionais da empresa	Concordo	15	23,8	10	26,31	0,815
	Discordo	48	76,19	28	73,69	
O CA aprova o código de conduta e regimento interno do CA	Concordo	43	68,26	31	83,79	0,103
	Discordo	20	31,74	6	16,22	
O CA toma decisões (ou as propõe para Assembléia de Acionistas) sobre os principais fatos da empresa como aquisições, desinvestimentos, estrutura de capital, dividendos	Concordo	58	92,06	37	97,37	0,405
	Discordo	5	7,94	1	2,63	
O CA supervisiona o relacionamento dos executivos com as partes relacionadas	Concordo	50	79,36	27	71,05	0,347
	Discordo	13	20,63	11	28,95	
O CA monitora os riscos da empresa	Concordo	56	88,89	29	76,31	0,158
	Discordo	7	11,11	9	23,68	
O CA indica e substitui os auditores	Concordo	59	93,65	32	86,49	0,285

independentes	Discordo	4	6,34	5	13,51
----------------------	-----------------	---	------	---	-------

¹ Nível Descritivo do Teste Exato de Fisher

Fonte: Questionário de empresas e administradores

Pergunta: 2. As afirmações que se seguem visam entender sua opinião sobre as atividades que Conselho de Administração (CA) ou seus membros realizam. Considere apenas as atividades do CA sobre o qual está respondendo.

Tabela 5.3 -Distribuição da opinião sobre as atividades que o CA ou seus membros realizam por presença de Cons. Fiscal em caráter permanente

Atividade	Opinião	Existe um Conselho Fiscal instalado em caráter permanente?				p ¹
		Não		Sim		
		N.º	%	N.º	%	
O CA ou seus membros exercem o papel de representação institucional da empresa	Concordo	29	63,04	32	58,18	0,685
	Discordo	17	36,96	23	41,82	
O CA é responsável por aprovar a contratação ou demissão do presidente executivo (CEO)	Concordo	43	93,49	49	87,5	0,505
	Discordo	3	6,52	7	12,51	
O CA aprova a escolha (ou dispensa) dos demais executivos sob proposta do presidente executivo (CEO)	Concordo	41	89,12	48	85,71	0,768
	Discordo	5	10,86	8	14,28	
O CA aprova a remuneração e pacotes de incentivo para os executivos que serão apresentados à Assembléia de Acionistas	Concordo	39	84,78	43	76,79	0,453
	Discordo	7	15,21	13	23,22	
O CA avalia e monitora o desempenho dos executivos e da empresa	Concordo	31	67,39	42	76,37	0,375
	Discordo	15	32,61	13	23,64	
O CA toma de fato as decisões sobre a estratégia da empresa	Concordo	35	76,09	48	87,27	0,193
	Discordo	11	23,91	7	12,72	
O CA discute e direciona os assuntos de sucessão dos principais cargos na empresa	Concordo	28	60,87	36	64,29	0,837
	Discordo	18	39,13	20	35,71	
O CA ou seus membros se ocupam em facilitar acesso da empresa a recursos extras, como fontes de financiamento, por exemplo	Concordo	22	47,83	24	42,86	0,691
	Discordo	24	52,18	32	57,14	
O CA ou seus membros fornecem conselho e orientação ao executivo principal e seus subordinados	Concordo	37	80,44	50	89,29	0,265
	Discordo	9	19,56	6	10,72	
O CA define qual a responsabilidade do executivo principal e seus subordinados	Concordo	32	69,56	39	69,64	1,000
	Discordo	14	30,44	17	30,36	
O CA ou seus membros estabelecem contatos com rede de relacionamentos externos de interesse da empresa e usam esse relacionamento para o benefício da empresa	Concordo	30	65,23	37	66,07	1,000
	Discordo	16	34,78	19	33,92	

O CA se ocupa e lidera os assuntos relacionados à governança da empresa	Concordo	34	73,91	43	76,78	0,819
	Discordo	12	26,09	13	23,21	
O CA se ocupa da maioria dos assuntos operacionais da empresa	Concordo	10	21,74	15	26,78	0,646
	Discordo	36	78,26	41	73,21	
O CA aprova o código de conduta e regimento interno do CA	Concordo	32	69,57	43	78,18	0,366
	Discordo	14	30,44	12	21,83	
O CA toma decisões (ou as propõe para Assembléia de Acionistas) sobre os principais fatos da empresa como aquisições, desinvestimentos, estrutura de capital, dividendos	Concordo	44	95,65	52	92,86	0,688
	Discordo	2	4,34	4	7,15	
O CA supervisiona o relacionamento dos executivos com as partes relacionadas	Concordo	34	73,91	44	78,57	0,643
	Discordo	12	26,09	12	21,42	
O CA monitora os riscos da empresa	Concordo	38	82,61	48	85,71	0,786
	Discordo	8	17,39	8	14,29	
O CA indica e substitui os auditores independentes	Concordo	42	91,3	50	90,91	1,000
	Discordo	4	8,7	5	9,09	

¹ Nível Descritivo do Teste Exato de Fisher

Fonte: Questionário de empresas e administradores

Pergunta: 2. As afirmações que se seguem visam entender sua opinião sobre as atividades que Conselho de Administração (CA) ou seus membros realizam. Considere apenas as atividades do CA sobre o qual está respondendo.

Tabela 5.4 - Medidas-resumo da participação dos administradores por categoria, segundo atuação do CA e teste t de Student

	Nos últ. 5 anos o CA de fato e como órgão substituiu o presidente executivo?	Média	Desvio Padrão	t	Gl	p	N.º
Participação de Controladores	Sim	45,52	11,88	-	13,67	0,03	12
	Não¹	67,13	26,24	2,51			11
Participação de Representante de Acionista Minoritário	Sim	20,71	17,98	2,21	17,03	0,04	12
	Não¹	7,63	9,54				11
Participação de Conselheiro Independente	Sim	26,92	22,10	0,93	21,00	0,36	12
	Não¹	18,32	22,24				11
Participação de Executivo	Sim	6,85	10,14	0,64	18,88	0,53	12
	Não¹	4,62	6,48				11
Participação de Outros Representantes	Sim	0,00	0,00	-	10,00	0,17	12
	Não¹	2,31	5,19	1,48			11

¹ Não, o CA apenas validou/aceitou a proposta apresentada pronta

Fonte: Questionário de Empresa

Tabela 5.5 - Distribuição da atuação do CA no desenvolvimento da estratégia da empresa por

existência de Regimento Interno no CA (Resposta Múltipla¹)

	CA tem um Regimento Interno				p ²
	Não		Sim		
	N.º	%	N.º	%	
Iniciação – Geração de propostas para utilização de recursos e estruturação de contratos	17	26,56	11	28,95	0,821
Aprovação – Escolha das iniciativas a serem implementadas	53	82,81	36	94,74	0,124
Implementação – Execução das decisões ratificadas	6	9,38	2	5,26	0,707
Monitoramento – Medição do desempenho dos agentes de decisão e implementação de recompensa	32	50,00	32	84,21	0,001
Nenhuma das anteriores	4	6,25	1	2,63	0,648

¹ Porcentagem respondentes que marcaram o item

² Nível Descritivo do Teste Exato de Fisher

Fonte: Questionário de empresas e administradores

Tabela 5.6 - Distribuição da atuação do CA no desenvolvimento da estratégia da empresa por substituição do presidente executivo pelo CA (Resposta Múltipla¹)

	Nos últ. 5 anos o CA de fato e como órgão substituiu o presidente executivo?				p ²
	Sim, avaliou detidamente as opções, discutiu em profundidade		Não, o CA apenas validou (aceitou) a proposta que veio apresentada pronta		
	N.º	%	N.º	%	
Iniciação – Geração de propostas para utilização de recursos e estruturação de contratos	6	26,09	4	19,05	0,724
Aprovação – Escolha das iniciativas a serem implementadas	22	95,65	16	76,19	0,088
Implementação – Execução das decisões ratificadas	5	21,74	0	0,00	0,050
Monitoramento – Medição do desempenho dos agentes de decisão e implementação de recompensa	18	78,26	3	14,29	0,000
Nenhuma das anteriores	0	0,00	3	14,29	0,100

¹ Porcentagem respondentes que marcaram o item

² Nível Descritivo do Teste Exato de Fisher

Fonte: Questionário de empresas e administradores

Tabela 5.7 - Distribuição da atuação do CA no desenvolvimento da estratégia da empresa por relação

do presidente do CA com o acionista controlador ou de outro do bloco de controle² (Resposta Múltipla¹)

	O presidente do CA é familiar do acionista controlador ou de outro do bloco de controle?				p ²
	Não		Sim		
	N.º	%	N.º	%	
Iniciação – Geração de propostas para utilização de recursos e estruturação de contratos	3	13,04	7	35,00	0,148
Aprovação – Escolha das iniciativas a serem implementadas	19	82,61	18	90,00	0,669
Implementação – Execução das decisões ratificadas	0	0,00	5	25,00	0,016
Monitoramento – Medição do desempenho dos agentes de decisão e implementação de recompensa	8	34,78	12	60,00	0,131
Nenhuma das anteriores	3	13,04	0	0,00	0,236

¹ Porcentagem respondentes que marcaram o item

² Nível Descritivo do Teste Exato de Fisher

³ Foram excluídos os indivíduos que responderam "Não se aplica já que a situação não ocorreu" na questão 10 do questionário de empresas

Fonte: Questionário de empresas e administradores

Tabela 5.8 - Distribuição da descrição do CA como órgão dentro da empresa por existência de um Conselho Fiscal instalado em caráter permanente

Descrição	Existe um Conselho Fiscal instalado em caráter permanente?			
	Não		Sim	
	N.º	%	N.º	%
Participa intensamente das discussões, questiona e toma efetivamente decisões sobre os principais fatos da empresa	9	20,00	19	33,93
Participa das discussões, questiona e toma efetivamente decisões sobre os principais fatos da empresa	16	35,56	21	37,50
Participa parcialmente das discussões, questiona e toma efetivamente decisões sobre os principais fatos da empresa	10	22,22	12	21,43
Ratifica decisões da gestão com pouca participação, a critério do presidente executivo	6	13,33	2	3,57
Ratifica em parte as decisões da gestão com pouca participação, a critério do presidente executivo	4	8,89	1	1,79

Só ratifica decisões da gestão com pouca participação, a critério do presidente executivo

0 0,00 1 1,79

Teste Exato de Fisher ($p=0,149$)

Fonte: Questionário de empresas e administradores

Tabela 5.9 - Distribuição da descrição do CA como órgão dentro da empresa por substituição do presidente executivo pelo CA

Descrição	Nos últ. 5 anos o CA de fato e como órgão substituiu o presidente executivo?			
	Sim, avaliou detidamente as opções, discutiu em profundidade		Não, o CA apenas validou (aceitou) a proposta que veio apresentada pronta	
	N.º	%	N.º	%
Participa intensamente das discussões, questiona e toma efetivamente decisões sobre os principais fatos da empresa	7	30,43	1	4,76
Participa das discussões, questiona e toma efetivamente decisões sobre os principais fatos da empresa	9	39,13	11	52,38
Participa parcialmente das discussões, questiona e toma efetivamente decisões sobre os principais fatos da empresa	7	30,43	5	23,81
Ratifica decisões da gestão com pouca participação, a critério do presidente executivo	0	0,00	2	9,52
Ratifica em parte as decisões da gestão com pouca participação, a critério do presidente executivo	0	0,00	1	4,76
Só ratifica decisões da gestão com pouca participação, a critério do presidente executivo	0	0,00	1	4,76

Teste Exato de Fisher ($p=0,069$)

Fonte: Questionário de empresas e administradores