

## SUMÁRIO

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS .....	3
LISTA DE TABELAS .....	5
LISTA DE GRÁFICOS .....	6
LISTA DE DEMAIS ILUSTRAÇÕES .....	7
1. INTRODUÇÃO .....	9
1.1 Situação-problema .....	9
1.2 Objetivo .....	14
1.3 Justificativa do trabalho .....	15
1.4 Contribuição da pesquisa .....	17
1.5 Limitações da pesquisa .....	19
1.6 Estrutura do trabalho .....	21
2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA .....	23
2.1 A necessidade histórica da estrutura de controle e gestão das companhias e o surgimento da teoria de agência .....	23
2.1.1 A necessidade histórica da estrutura de controle e gestão das companhias .....	23
2.1.2 A teoria de agência .....	25
2.1.3 Visão contratual .....	27
2.2 A Lei das Sociedades por Ações e suas alterações e a estrutura de controle e gestão das companhias no Brasil .....	28
2.2.1 Acionistas controladores e minoritários .....	29
2.2.2 O conselho de administração .....	30
2.2.3 Diretoria executiva .....	35
2.2.4 Administradores .....	37
2.2.5 Conselho fiscal .....	39
2.2.6 A estrutura jurídica de controle no Brasil para companhias listadas em bolsa de valores .....	41
2.3 O monitoramento das estruturas de controle e gestão das companhias .....	47
2.4 A governança corporativa .....	50
2.4.1 Conflito de agência .....	50
2.4.2 Histórico da governança corporativa .....	51
2.4.3 Definição de governança corporativa .....	56
2.4.4 Ética e governança corporativa .....	58
2.4.5 Códigos das melhores práticas de governança corporativa .....	60
2.4.6 O Novo Mercado da BM&FBovespa .....	62
2.5 O sistema legal de um país e a governança corporativa .....	92
2.6 Pesquisas realizadas no estudo da importância da governança corporativa .....	94

3. O MÉTODO .....	101
3.1 Pesquisa, seleção e coleta de dados .....	102
3.1.1 Pesquisa, seleção e coleta de dados (Formulário de Informações Anuais – IAN) .....	102
3.1.2 Pesquisa, seleção, coleta de dados (Q Tobin e ROA) .....	109
3.2 Os testes .....	113
3.2.1 O referencial teórico dos testes .....	113
3.2.2 O método dos testes.....	117
4. TESTES E ANÁLISE DE RESULTADOS .....	123
4.1 Resultados dos dados pesquisados .....	123
4.2 Testes para medir efeitos da relação entre a existência de diretoria jurídica e o desempenho das companhias .....	131
4.2.1 Matriz de correlação e diagnóstico de colinearidade .....	131
4.2.2 Teste de independência – não paramétrico de diferença de média .....	133
4.2.3 Resultados das regressões com dados em painel .....	134
5. CONSIDERAÇÕES FINAIS .....	141
REFERÊNCIA BIBLIOGRÁFICA.....	147
Anexo A – Relação de companhias participantes da pesquisa e o destaque para a existência de diretoria jurídica formalizada.....	158
Anexo B – Tabelas de dados sobre conselho de administração.....	180

**LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS**

ADR: *American Depositary Receipt*  
Bacen: Banco Central do Brasil  
BM&FBovespa: Bolsa de Valores de São Paulo  
CBD: Companhia Brasileira de Distribuição  
CA: Conselho de Administração  
CVM: Comissão de Valores Mobiliários  
CEO: *Chief Executive Officer*  
CFO: *Chief Financial Officer*  
COO: *Chief Operating Officer*  
DFP: Demonstrações Financeiras Padronizadas  
DRT: Delegacia do Trabalho  
EUA: Estados Unidos da América  
EVA: *Economic Valued Added*  
FAAP/SP: Fundação Armando Álvares Penteado  
FC: Formulário Cadastral  
FGV: Fundação Getulio Vargas  
FMI: Fundo Monetário Internacional  
FMU: Faculdades Metropolitanas Unidas  
FR: Formulário de Referência  
IAN: Formulário de Informações Anuais  
IBCA: Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração  
IBGC: Instituto Brasileiro de Governança Corporativa  
ICI: *Imperial Chemical Industries*  
IPE: Informações Periódicas e Eventuais  
IES: Instituição de Ensino Superior  
IFRS: International Financial Reporting Standards  
ITR: Informações Trimestrais  
ITA/SP: Instituto Tecnológico de Aeronáutica  
LAJIR: Lucro Antes de Juros e Imposto sobre a Renda  
LL: Lucro Líquido  
LSA: Lei das Sociedades Anônimas  
MVA: *Market Valued Added*

MET: Ministério do Trabalho

NACD: *National Association of Corporate Directors*

NASDAQ: *National Association of Securities Dealers*

OCDE: Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico

OLS: *Ordinary Least Square*

PUC/RJ: Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro

PUC/RS: Pontifícia Universidade Católica do Rio Grande do Sul

PUC/SP: Pontifícia Universidade Católica de São Paulo

ROA: *Return on Assets*

ROAA: *Return on Average Assets*

ROE: *Return on Equity*

SEC: *Secutiry and Exchange Comition*

SPC: Secretaria de Previdência Complementar

SPSS: *Statistical Package for Social Science*

TIT: Tribunal de Impostos e Taxas

UERJ: Universidade do Estado do Rio de Janeiro

UFBA: Universidade Federal da Bahia

UFF: Universidade Federal Fluminense

UFMG: Universidade Federal de Minas Gerais

UFPE: Universidade Federal de Pernambuco

UFPR: Universidade Federal do Paraná

UFRJ: Universidade Federal do Rio de Janeiro

UFRGS: Universidade Federal do Rio Grande do Sul

UFSC: Universidade Federal de Santa Catarina

UGF/RJ: Universidade Gama Filho

UnB: Universidade de Brasília

Unicamp: Universidade de Campinas

USP: Universidade de São Paulo

USGAAP: *United States Generally Accepted Accounting Principles*

VIF: *Variant Inflation Factor*

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Companhias com diretoria jurídica prevista para tratar de temas jurídicos no estatuto social, em 2008. ....	46
Tabela 2: Comparativo dos segmentos de listagem.....	66
Tabela 3: Relação de companhias listadas no Nível 1.....	77
Tabela 4: Relação de companhias listadas no Nível 2.....	88
Tabela 5: Relação de companhias listadas no Novo Mercado. ....	90
Tabela 6: Setores de atividades segundo critério da BM&FBovespa.....	108
Tabela 7: Resumo dos testes realizados.....	121
Tabela 8: Matriz de correlação e diagnóstico de colinearidade. ....	132
Tabela 9: Teste de independência – não paramétrico.....	134
Tabela 10: Regressão de dados em painel com Efeitos Fixos e erro-padrão robusto para variável dependente Q de Tobin. ....	137
Tabela 11: Regressão de dados em painel com Efeitos Fixos e erro-padrão robusto para variável dependente ROA.....	139
Tabela 12: Resumo dos objetivos, métodos e resultados.....	140
Tabela 13: Relação de companhias participantes da pesquisa e o destaque para a existência de diretoria jurídica formalizada. ....	159
Tabela 14: Relação das Instituições de Ensino Superior mais encontradas na formação (graduação) dos conselheiros.....	181
Tabela 15: Relação das profissões (graduação) mais frequentes entre os conselheiros. ....	182

**LISTA DE GRÁFICOS**

Gráfico 1: Análise dos estatutos sociais de todas as companhias listadas na BM&FBovespa, em 2008. ....	44
Gráfico 2: Análise dos estatutos sociais de companhias Nível 1, Nível 2, Novo Mercado e listagem tradicional listadas na BM&FBovespa, em 2008. ....	45
Gráfico 3: Composição entre as companhias listadas na BM&FBovespa, incluindo grau de governança corporativa. ....	67
Gráfico 4: Composição entre as companhias listadas na BM&FBovespa, incluindo somente grau de governança corporativa. ....	68
Gráfico 5: Evolução do número de empresas com diretoria jurídica frente ao número de empresas estudadas. ....	124
Gráfico 6: Evolução da parcela total (%) de empresas com diretoria jurídica formalizada na estrutura organizacional (1997-2008). ....	125
Gráfico 7: Evolução do número de diretorias jurídicas por setor de companhias listadas na BM&FBovespa. ....	126
Gráfico 8: Relação das 5 profissões (graduação) mais frequentes entre os conselheiros. ....	129
Gráfico 9: Relação das 5 instituições de ensino superior mais encontradas na formação (graduação) dos conselheiros. ....	130

## LISTA DE DEMAIS ILUSTRAÇÕES

Figura 1: Exemplo de Relatório Anual de Informações (IAN), Grupo 2 – Administração...	105
Figura 2: Exemplo de Grupo 2, Administração, quadro 1 – Composição Atual do Conselho de Administração e Diretoria, no IAN.....	106
Figura 3: Exemplo de Grupo 2, Administração, quadro 2 – Experiência Profissional e Formação Acadêmica de cada Conselheiro (Administração e Fiscal) e Diretor, no IAN. ....	107
Figura 4: Evolução dos testes da regressão com dados em painel. ....	120
Figura 6: Evolução dos testes da regressão com dados em painel para variável dependente Q de Tobin.....	136
Figura 7: Evolução dos testes da regressão com dados em painel para variável dependente ROA. ....	138



## 1. INTRODUÇÃO

### 1.1 Situação-problema

A problemática envolvida neste trabalho estrutura-se em três partes: a primeira, ao se caracterizar o histórico de hostilidade do ambiente corporativo, suas causas e as respostas dos governos e dos mercados financeiro e corporativo a esses fatores. A segunda concentra-se nos fatores de governança corporativa como busca de soluções aos problemas estabelecidos na primeira parte e na investigação do grau de eficiência ao pesquisar as influências dessas práticas no comportamento das empresas. A terceira é focada no aumento da exposição às demandas judiciais e esferas administrativas sobre os temas trabalhistas, tributários, cíveis e ambientais e a consequente elevação da estruturação e formalização de áreas jurídicas nas organizações para administrar tais ações e processos.

A primeira parte caracteriza-se pela notoriedade do aumento da percepção de que as corporações atuam em ambiente hostil, caracterizado pela lavagem de dinheiro, por fraudes financeiras e contábeis, sonegação e evasão de divisas (ou recursos não contabilizados), e falta de ou baixa transparência, problemas de prestação de contas, falta de senso de justiça e desequilíbrio entre os vários agentes nas relações empresariais.

Diante disso, a reação vista nos últimos anos do mercado financeiro, das empresas, dos governos e da sociedade é no sentido de:

- i. haver o cumprimento assíduo da legislação – *compliance*;
- ii. elaborar e implementar novas legislações que tipificam as práticas de lavagem de dinheiro – *compliance*;

- iii. criar legislações mais completas, exigentes e com sanções mais severas para práticas contábeis e financeiras ilícitas – como a Lei Sarbanes-Oxley<sup>1</sup>;
- iv. diferenciar as corporações, de forma espontânea, no relacionamento com os *stakeholders*<sup>2</sup> e entre seus agentes, por meio de práticas corporativas que representam mais do que a legislação exige, adotando princípios de transparências, prestação de contas, tratamento equitativo dos acionistas e responsabilidade corporativa<sup>3</sup>;
- v. adotar padrões de conduta e de ética corporativa mais estruturadas e alinhadas às práticas legais (como previsto na Lei Sarbanes-Oxley e em normas de *compliance*) e aos atos e procedimentos adotados espontaneamente e superiores às exigências legais – ética<sup>4</sup>;
- vi. estruturar sistemas de controle e gestão cada vez mais sofisticados, inclusive no aumento dos agentes no preparo para lidar com questões jurídicas por meio de equipes internas e/ou de terceiros, na adoção de boas de práticas de governança corporativa, ou seja, no sistema pelo qual as “sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre Acionistas/Cotistas, Conselho de Administração, Diretoria, Auditoria Independente e Conselho Fiscal [...] com a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para a sua perenidade”<sup>5</sup>.

---

<sup>1</sup> Lei federal dos Estados Unidos da América aprovada em julho de 2002, como reação a uma série de escândalos corporativos que envolveu grandes empresas americanas.

<sup>2</sup> Embora a palavra *stakeholder* ainda não tenha uma tradução em português, a considera-se um grupo de interesse mais amplo composto de empregados, fornecedores, clientes etc.

<sup>3</sup> Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), Código das Melhores Práticas Governança Corporativa, p. 9, 2004.

<sup>4</sup> Nesse sentido, a Secutiry and Exchange Comition (SEC) – instituição norte-americana referente à Comissão de Valores Mobiliários no Brasil – exige o cumprimento de padrões éticos mínimos por meio do “faça ou explique”. A companhia deve cumprir sugestões da SEC sobre ética, ou explica porque não cumpre tais exigências.

<sup>5</sup> IBGC, Código das Melhores Práticas Governança Corporativa, p. 6, 2004.

Essa problemática amplia-se com o questionamento sobre a eficácia da implementação desses aspectos como resposta ao ambiente hostil e consequente valorização da companhia. E mais, as questões centram-se em definir quais as práticas vigentes no mercado e na medição de seus efeitos como resposta à hostilidade e valorização da empresa.

Na segunda parte, por outro lado, do ponto de vista do mercado local, a grande mudança em termos de se atingir o investidor nacional foi feita pela introdução dos fatores de governança corporativa como forma de incentivar o mercado de capitais brasileiro, estagnado no período anterior ao Novo Mercado da Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBovespa). Diversas instituições colaboraram para o sucesso do processo de introdução dessas práticas aos investidores. Entre os colaboradores, destacam-se a BM&FBovespa, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC).

A BM&FBovespa foi uma das principais incentivadoras desse processo, ao criar no final de 2000, o Novo Mercado e seus níveis de acesso, definidos respectivamente, segundo a própria Bolsa, “como um segmento de listagem destinado à negociação de ações emitidas por companhias que se comprometam, voluntariamente, com a adoção de tais práticas adicionais em relação ao que é exigido pela legislação” e “segmentos especiais de listagem que foram desenvolvidos com o objetivo de proporcionar um ambiente de negociação que estimulasse, simultaneamente, o interesse dos investidores e a valorização das companhias”<sup>6</sup>.

Somados aos esforços e inovações da Bolsa de Valores, outros fatores e entidades contribuíram com a propagação e ampliação desse processo no Brasil – como: a entrada em vigor da Lei 10.303 de 2001, conhecida como a nova Lei das Sociedades Anônimas, a Cartilha de Recomendações da CVM sobre o tema e os trabalhos do IBGC, inclusive com o lançamento do Código das Melhores Práticas, em junho de 2002, atualmente em sua quarta edição (setembro de 2009).

Há evidências de que as boas práticas de governança corporativa devem existir independente das tendências de alta ou de baixa das ações em bolsa de valores, mas as práticas vieram para

---

<sup>6</sup> Bolsa de Valores de São Paulo, 2009(a). *Passim*.

o mercado brasileiro em um contexto de muitas dúvidas e incertezas em relação a nossa economia e com possíveis mudanças na política econômica. No mais, tais práticas se contrapõem a muitas visões do mercado interno que tratavam a bolsa de valores como um jogo, como aproveitamento do empresário na captação de recursos baratos por meio de ações sem direito a voto (ações preferenciais).

Esse é o cenário ocorrido no mercado de capitais brasileiro, que de forma voluntária adotou o tema, seja pela adesão aos modelos diferenciados de governança, seja pela obrigatoriedade de adequação à legislação de outros países como à Lei Sarbanes-Oxley (ou, no original, Sarbanes-Oxley Act<sup>7</sup>).

Por fim, a terceira parte da problemática, contextualiza-se da seguinte forma: as empresas são cada vez mais expostas a demandas judiciais e esferas administrativas<sup>8</sup> sobre os temas trabalhistas, tributários, cíveis, de direito do consumidor e ambientais e deveriam aumentar proporcionalmente o grau de formalização de sua estrutura jurídica para gestão e enfrentamento desse aumento de demandas.

O aumento da exposição a demandas judiciais e administrativas pelas empresas ocorre no Brasil em virtude da complexa e volumosa legislação que se aplica às empresas, pela dificuldade operacional de se cumprir a legislação vigente, fruto da complexidade dos procedimentos e atos, da falta de informações e da mudança constante na legislação, e da demora do sistema judiciário em julgar processos, que definiriam ou atualizariam a jurisprudência e serviriam como amparo àqueles que desejam o cumprimento fiel às normas jurídicas.

Nas organizações, os efeitos dessa problemática se dão de forma contínua, como pelo aumento dos passivos contingenciais, ou seja, nas demandas judiciais e administrativas sobre

---

<sup>7</sup> No Brasil, é necessário citar o trabalho da CVM nesse sentido. Exemplo disso, é a Instrução Normativa n. 480, que obriga as empresas de capital aberto a publicarem a remuneração dos seus principais executivos individualmente.

<sup>8</sup> As esferas administrativas são aquelas que antecedem a esfera judicial. Há inúmeras possibilidades, sendo exemplos: Tribunal de Impostos e Taxas (TIT), Banco Central do Brasil, CVM, Delegacia do Trabalho (DRT), Ministério do Trabalho (MET) e Secretaria de Previdência Complementar (SPC).

questões trabalhistas, tributárias, cíveis, de direito do consumidor e ambientais; pela elevação dos custos para gestão dos temas jurídicos como advogados internos e terceirizados, sistemas de informações, pagamentos de honorários advocatícios, sucumbências, custas processuais, entre diversas outras despesas; e, pelo aumento do custo, conseqüente diminuição do valor e da rentabilidade da empresa.

Há ainda que se ressaltar os recentes problemas com operações de derivativos que expuseram e prejudicaram grandes empresas brasileiras, notoriamente como a Sadia, a Aracruz e o Grupo Votorantim, em 2008. Os resultados foram: perda de valor da empresa, queda no valor das ações negociadas em bolsa, prejuízo aos acionistas e dano à imagem das companhias.

As causas dessas questões se revelam problemas de governança corporativa. Entre os quais podemos destacar o conflito de agência: a busca por parte da(o) diretoria executiva e/ou conselho de administração por resultados extremos em atividades não operacionais por instrumentos de derivativos (que deveriam contribuir para mitigar riscos e, conseqüentemente, diminuir perdas à companhia).

De forma mais detalhada, o conflito de agência pode ser entre acionistas minoritários versus conselho de administração. O conflito reside no fato de os acionistas minoritários não necessariamente concordarem com a alavancagem financeira pelo uso de derivativos para geração de resultados não operacionais (receitas financeiras) em vista do risco que tais operações representavam. E mais, qual o limite do conselho de administração na função legal de representar os acionistas, buscar lucro e preservar a empresa?

Outro foco do conflito está entre conselho de administração versus diretoria executiva: como apurar a transparência na relação entre as duas entidades? Os conselhos de administração não se responsabilizaram pelas perdas com uso de derivativos e culpam suas respectivas diretorias executivas, destacando-se os diretores presidentes e diretores financeiros. Mas nos anos anteriores às crises de derivativos, esses mesmos dirigentes foram agraciados por bonificações pelo resultado não operacional gerado? Portanto, é questionável a ciência e aprovação do conselho de administração quanto à exposição excessiva a riscos financeiros.

Outro questionamento se dá quanto ao apontamento desses riscos pelas firmas de auditorias independentes e empresas de avaliação de risco (*Rating*). Havia condições de se avaliar e mitigar tais riscos? Há falta de transparência no detalhamento das estratégias do uso de derivativos exóticos e sua contabilização. Será que foi cumprido o princípio da prestação de contas defendido pelo IBGC?

Portanto, cabe destacar que não houve o cumprimento de dois princípios fundamentais de governança corporativa: a prestação de contas e a transparência<sup>9</sup> quanto às operações com instrumentos de derivativos acima destacadas.

Posto isso, a pergunta que orienta este estudo é: quais dados são relevantes para suportar uma pesquisa sobre o impacto da formalização de estruturas jurídicas que melhorariam o desempenho das organizações? Há desempenho financeiro diferente no que tange a valor e rentabilidade nas companhias listadas na BM&FBovespa de acordo com a formalização de diretorias jurídicas nessas organizações? Quais as formas de testar tais hipóteses?

## 1.2 Objetivo

Este estudo tem dois objetivos. Primeiro, pretende-se identificar quais dados são relevantes para suportar pesquisa sobre o impacto da existência de diretorias jurídicas formalizadas no desempenho das organizações. Segundo, com os dados destacados no primeiro objetivo, espera-se verificar se as companhias listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBovespa) apresentam desempenho financeiro distinto, quanto a valor e rentabilidade, pela formalização de diretorias jurídicas.

Como objetivos específicos, têm-se:

---

<sup>9</sup> O Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa (IBGC: 2009, p. 19) estabelece como princípios básicos de Governança Corporativa, entre outros, a transparência e a prestação de contas (*accountability*). No primeiro, mais do que a obrigação de informar é o desejo de disponibilizar para as partes interessadas as informações que sejam de seu interesse e não apenas aquelas impostas por disposições de leis ou regulamentos. A adequada transparência resulta em um clima de confiança, tanto internamente quanto nas relações da empresa com terceiros. Não é recomendável restringir-se ao desempenho econômico-financeiro, mas contemplar também os demais fatores (inclusive intangíveis) que norteiam a ação gerencial e que conduzem à criação de valor. No segundo, nos pontos em que os agentes de governança devem prestar contas de sua atuação, assumindo integralmente as consequências de seus atos e suas omissões.

- i. realizar coleta de dados e informações disponibilizados pela CVM a partir dos Formulário de Informações Anuais (IAN), nas companhias com ações listadas na BM&FBovespa, entre os anos de 1997 a 2008, quanto à existência de alguma estrutura independente e autônoma (como diretoria, vice-presidência ou superintendência jurídica) para se responsabilizar pelas questões legais da empresa e que se reporte ao principal executivo da companhia;
- ii. Verificar como a existência de diretoria jurídica e os membros do conselho de administração com formação em Direito influenciam o desempenho financeiro (considerando análise de valor e rentabilidade) das companhias listadas na BM&FBovespa;
- iii. Apresentar os principais conceitos, elementos e características fundamentais ao tema deste estudo, como: governança corporativa, Lei das Sociedades por Ações (e suas atualizações) e Novo Mercado da BM&FBovespa.

### **1.3 Justificativa do trabalho**

A governança corporativa cresceu muito principalmente desde os últimos quinze anos em todo o mundo capitalista. O conjunto de marcos legais e de iniciativas espontâneas (não exigidas por lei) marcaram esse crescimento.

Entre os fatos de progresso da área no Brasil e no exterior, que fortaleceram a “crença de que as práticas da boa governança são de suma importância para gerar valor para as organizações e fortalecer o mercado de capitais” (IBGC, 2005, p. 59) cabe destacar os seguintes marcos:

- i. A criação do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, em 1995. O IBGC, sigla pelo qual é conhecido, é uma entidade sem fins lucrativos, reconhecida como o primeiro órgão criado no Brasil com foco específico sobre o tema. Concentra estudos, cursos, publicações e um conjunto de comitês específicos relacionados à

área. É considerado nacional e internacionalmente um dos principais responsáveis pela introdução do conceito no país, pelo reconhecimento e pela disseminação da importância das boas práticas e pelo crescente interesse das empresas brasileiras em se fortalecer por meio da adoção das destas<sup>10</sup>;

- ii. O lançamento do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC. Em sua quarta edição, lançada em setembro de 2009, o Código fundamentou-se no *International Comparison of Board “Best Practices”*, editado em 1998 sob a supervisão de Ira Millstein (IBGC, 2005, p. 61);
- iii. A Cartilha de Recomendações da CVM. Lançado em junho de 2002, o documento faz referência à sua definição e importância para investidores e companhias que lidam com o tema;
- iv. A criação do Novo Mercado da BM&FBovespa. Inaugurado em dezembro de 2000, “é um segmento de listagem destinado à negociação de ações emitidas por empresas que se comprometem, voluntariamente, com a adoção de práticas de governança corporativa e transparência adicionais em relação ao que é exigido pela legislação”<sup>11</sup>;
- v. O ativismo dos fundos de pensão nos Estados Unidos a partir da década de 1980. Os fundos “perceberam o alcance [...] que poderiam exercer na condição de investidores institucionais, sobretudo como futuros proprietários das grandes corporações” (IBGC, 2005, p. 69). Nesse sentido, avançam as exigências da adoção de boas práticas de governança corporativa pelos fundos de pensão e, conseqüentemente, a corrida pelas companhias em criar suas próprias regras;

---

<sup>10</sup> IBGC, disponível em: <<http://www.ibgc.org.br>>. Acesso em: jan. 2010.

<sup>11</sup> Bolsa de Valores de São Paulo, 2009. *Passim*.

- vi. O Relatório Cadbury: código pioneiro da área divulgado em 1992. Surgiu como resposta aos escândalos registrados no mercado corporativo e financeiro da Inglaterra no final dos anos de 1980;
- vii. A Lei Sarbanes-Oxley: aprovada em julho de 2002 pelo congresso norte-americano como reação aos diversos escândalos e conflitos corporativos em grandes empresas americanas. Prega os princípios de conformidade legal (*compliance*), prestação responsável de contas (*accountability*), transparência (*disclosure*) e senso de justiça (*fairness*);
- viii. O Código da Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE): tem por finalidade orientar governos em seus esforços para avaliar e aperfeiçoar os marcos legais, institucionais e normativos;
- ix. Os avanços na Lei das Sociedades Anônimas brasileira. Em 2001, importantes alterações e inovações foram feitas na Lei das S. A.s, enfatizando os princípios de transparência e equidade, além da evolução constante das instruções normativas da Comissão de Valores Mobiliários;
- x. Crescentes números de publicações sobre o tema, como artigos, livros, revistas especializadas, monografias, dissertações e teses.

Esses tópicos mostram o quão importante e atual é o estudo do tema e quanto há de trabalho a fazer para aprofundar tal estudo.

#### **1.4 Contribuição da pesquisa**

O presente estudo cumpre os critérios fundamentais da pesquisa científica: originalidade, importância e viabilidade (CASTRO, 1978).

Quanto à originalidade, pode-se afirmar que não há trabalho semelhante dentre as publicações nacionais. Apesar de muitas pesquisas, até a publicação deste estudo, não foi encontrado estudo que relacionasse a existência de estruturação jurídica ao valor e à rentabilidade da companhia.

A importância do tema se dá pelo fato de este estudo inferir quanto à melhora do valor e rentabilidade de companhias que têm diretoria jurídica estruturada e que se reporte ao principal executivo da empresa.

Sobre a viabilidade cabe ressaltar que o estudo foi realizado com amostra consistente de dados, que representa quase o total da população dos dados disponíveis. Foram coletados dados de todas as companhias com ações negociadas na BM&FBovespa e em todos os anos de 1997 até 2008. Os dados de 2009 não estavam disponíveis no momento da realização deste trabalho. Assim, houve dados suficientes e que permitiram importantes análises, conforme a método descrita no capítulo adiante.

De outra forma, quanto à contribuição, podem-se citar as seguintes:

- i. Para a pesquisa em administração: a Teoria Geral de Administração versa sobre formas, métodos, estratégias e estruturas para se gerenciar organizações, como forma de garantir o lucro e a rentabilidade aos acionistas. A governança corporativa insere-se nesse contexto, como também o presente estudo no sentido de apresentar resultados sobre a estrutura jurídica da empresa e seu resultado sobre valor e rentabilidade para a companhia;
- ii. Para o estudo da governança corporativa: constantes são os estudos para se demonstrar a eficácia e eficiência na adoção das práticas de governança corporativa e em muitas oportunidades é realmente difícil mensurar se a variação dos resultados das firmas são desempenhadas somente pela adoção de práticas de governança corporativa. Neste trabalho, procurou-se acrescentar novos dados, que sugerem a

eficácia da adoção de práticas de governança corporativa como forma de otimização de valor e rentabilidade para os acionistas;

- iii. Para o meio empresarial: ao correlacionar a existência de estrutura jurídica formalizada em uma companhia ao seu resultado (valor e rentabilidade), sugere-se um caminho para aumentar o resultado da firma e cumprir o objetivo da empresa;
- iv. Para os *stakeholders*: para acionistas, empregados, fornecedores, governo, entre outros, a sugestão de existência de estrutura jurídica (diretoria jurídica, por exemplo) nas empresas pode reverter em um ambiente mais justo e equilibrado e diminuir as distorções e conflitos entre as relações com a companhia;
- v. Para a sociedade: a existência de estrutura jurídica nas empresas pode contribuir para alteração de práticas corporativas danosas à sociedade, que evitaria disputas administrativas e judiciais e aumentaria o senso de justiça.

### **1.5 Limitações da pesquisa**

Com relação às limitações da presente pesquisa é possível elencar quatro principais delas, conforme segue.

A primeira limitação se refere à imensa dificuldade de se testar a correlação entre existência de diretoria jurídica nas empresas (ou outros cargos com mesma função, como diretoria, vice-presidência e superintendência jurídicas) frente ao número de processos administrativos e judiciais nas esferas cível, tributária e trabalhista. O mesmo teste poderia ser feito como no formato de dados em painel, comparando as companhias por setores da economia e entre a adoção, ou não, de práticas de governança corporativa. Seria possível investigar se a qualidade da estrutura jurídica diminui as demandas administrativas e judiciais em face de cada companhia.

No entanto, há imensa dificuldade em realizar esse estudo pela necessidade de levantamento físico e individual de número de processos de cada companhia em cada ente federativo (municípios, estados-membros, Distrito Federal e União). Mesmo na justiça do trabalho na qual há digitalização de parte dos processos não seria possível tal levantamento, porque não existe equalização das informações.

Outra barreira é existência de grupos econômicos e o fato de apenas algumas companhias terem suas ações negociadas na BM&FBovespa. Tome-se como exemplo a Companhia Brasileira de Distribuição (CBD). Por ser uma *holding*, a empresa detém ações de empresas como Pão de Açúcar, Extra, Compre Bem, Açaí, Ponto Frio e Casas Bahia. Nesse caso o Ponto Frio está representado na BM&FBovespa pela Globex. Isso dificulta muito que o estudo seja comparativamente consistente, pois uma empresa como a CBD, provavelmente, teria poucas demandas administrativas e judiciais, visto que não se trata de uma empresa com atividades operacionais, enquanto as empresas de que ela é acionista, por serem operacionais, teriam maior número de processos.

A segunda limitação deste trabalho consiste na impossibilidade de verificar a correlação entre a existência de estrutura jurídica formal na companhia e o número de demandas na Câmara de Arbitragem da BM&FBovespa. O estudo seria interessante, pois se testaria a hipótese de que a existência da estrutura jurídica na companhia acarretaria menor número de litígios que seriam resolvidos por meio de arbitragem. Contudo, a Câmara de Arbitragem em tela não tem amostras suficientes para este estudo.

A terceira limitação diz respeito à restrição do estudo apenas a companhias listadas na BM&FBovespa, pois os Relatórios Anuais de Informação (IAN), que contêm as informações quanto à existência de diretoria jurídica, são de entrega obrigatória, por normas da CVM, somente para as companhias listadas na Bolsa de São Paulo.

A quarta e última limitação do presente trabalho se refere ao fato de nem todas as companhias declararem abertamente a natureza e o detalhamento do cargo de seus diretores. A informação que se buscou nos IANs, ano a ano, de companhia por companhia, foi a

existência de diretoria jurídica. Algumas companhias declararam seus cargos apenas como de “Diretor”, sem designação específica.

## **1.6 Estrutura do trabalho**

Este primeiro capítulo introduz o trabalho ao expor a problemática envolvida na pesquisa, justificar a escolha do tema e o objetivo do estudo (tese).

O segundo capítulo, fundamentação teórica, mostra o conceito, os fundamentos os aspectos indispensáveis da matéria até o estado da arte. Inicia-se o capítulo com o tratamento do conflito de agência, mostrando seu conceito, sua definição e o custo de agência – aspectos fundamentais para o estudo. Em seguida, como forma de introduzir o tema, analisa-se a visão contratual, o histórico e os principais fatores indicativos. Na sequência, foca-se no estudo da Lei das Sociedades Anônimas e de suas alterações, de forma mais específica, tratando-se dos acionistas controladores e minoritários, do conselho de administração, da diretoria, dos administradores e do conselho fiscal. Para complementar o estágio da fundamentação teórica, estuda-se o conceito e os principais elementos do tema, sua relação com a ética e com os códigos Cadbury, Hampel e do IBGC.

Esse capítulo encerra com o estudo do Novo Mercado da BM&FBovespa. Analisa-se profundamente as práticas das empresas Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado, enfocando suas características e diferenças até chegar à Câmara de Arbitragem.

O capítulo 3 centra-se na metodologia do trabalho. Dividido em duas partes, a primeira trata da pesquisa, seleção e coleta de dados usados para cumprir o primeiro objetivo deste estudo. A segunda parte expõe conceitualmente quais os testes utilizados para cumprir o segundo objetivo do trabalho, bem como tece considerações sobre as premissas adotadas para se medir o desempenho financeiro (valor e rentabilidade) das companhias analisadas.

O capítulo 4 apresenta os testes e a análise de resultados. Também dividido em duas partes, a primeira consolida os resultados pela busca de dados, que foram utilizados nos testes. A segunda consiste nos resultados e em sua análise sobre os testes que investigaram sobre o desempenho financeiro superior de companhias que têm diretorias jurídicas estabelecidas. Em suma, este capítulo desenvolve procedimentos, testes e análise de resultados da pesquisa.

Finalmente, o capítulo 5 traça as considerações finais sobre o trabalho e conclui o estudo. Apresentam-se as conclusões, as limitações da pesquisa e as sugestões de outros estudos possíveis de serem estruturados.

## **2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA**

### **2.1 A necessidade histórica da estrutura de controle e gestão das companhias e o surgimento da teoria de agência**

Conforme se expõe a seguir, a necessidade histórica de se estruturar o controle e a gestão da companhia por meio de instituições cada vez mais sofisticadas faz surgir a teoria de agência nas companhias, base para este estudo.

#### **2.1.1 A necessidade histórica da estrutura de controle e gestão das companhias**

Instituições sociais foram desenvolvidas em larga escala como resposta para um mundo fundamentado em incertezas. Por isso, o homem se organiza em grupos, bandos, famílias, clãs e tribos para dividir a responsabilidade imposta pelo ambiente hostil. (FINDLAY e WILLIAMS, 1984, p. 22).

Com o tempo, as complicações na condução da vida humana fizeram necessária a introdução de pequenas regras e normas para organizar a relação humana e econômica. O homem descobre que sozinho era possível menos e em grupo era viável muito mais, e que em conjunto era possível diminuir o risco do trabalho e da própria existência humana. (FINDLAY e WILLIAMS, 1984, p. 22).

Junto com a evolução de agrupamento do homem, surge a ideia de “representação” de um homem por outro que, embora desenvolvida nas leis romanas, realmente toma corpo no final do século 16, quando o conceito de agente (quando um age em nome e de acordo com os interesses de outro, o principal) se reveste de caráter político e legal. No século 17, nasce a moderna ideia de representação, que une o conceito de agência e agir pelos outros com a democracia e os direitos das pessoas. Deixou-se para o século 19 a função de institucionalização desse direito. (PITKIN, 1969, pp. 2-4).

Conforme a noção de moderno, democrático e representativo governo foi instituído, foi também ganhando corpo associação da atividade humana, identificada como “empresa”. A moderna “empresa” se desenvolve das estruturas eclesiásticas do Império Romano, do sistema de plantio feudal, das municipalidades dos séculos 13 e 14, das estruturas de objetivos educacionais, científicos, religiosos, políticos e econômicos do século 15. No século 18 eram comuns as “empresas privadas”, formadas por indivíduos e sancionadas pelo Estado com propósito de proteger e promover o processo de invenções e desenvolvimento do uso de recursos naturais. Até a primeira metade do século 19 não era justificável criar uma empresa para qualquer propósito. Por volta de 1880, contudo, a maior parte dos estados norte-americanos adaptou suas legislações para permitir que a “empresa” definisse seus próprios propósitos e perseguisse o que fosse previamente determinado, de acordo com seus respectivos *status* financeiros. (DAVIS, 1961, p. 260)

Com a segunda revolução industrial, foi fundamental para a moderna empresa se organizar. Grandes somas de dinheiro eram necessárias para financiar e desenvolver os vastos recursos que o planeta nos provia. Então, na virada do século 20, a grande era do capitalismo financeiro emergiu. Essa era coincidiu com o crescimento da democracia e a cristalização do moderno conceito de representação e, portanto, com a atual estrutura de controle e gestão das companhias (WANNISKI, 1978).

No ensejo dessa separação, é possível fazer uma analogia da empresa com uma “miniatura de República”. Os acionistas são os eleitores; os diretores, o Poder Legislativo e Executivo. Uma figura compatível com o Poder Judiciário não é necessária já que é possível o uso do verdadeiro Poder Judiciário. Acionistas e diretores têm funções intransferíveis. A diretoria gerencia e administra, enquanto acionistas não podem diretamente afetar as decisões da gestão. (CHAYES, 1959, p. 39).

Williamson (1975), nesse contexto, contribuiu para a formatação da teoria da firma, alicerce para os estudos de governança corporativa<sup>12</sup>. A necessidade de precisão e de rigor para desenvolver esses modelos de empresas (firma) fez surgir a abordagem dos custos de transação de Coase (1937) para explicar a existência das empresas em uma economia

---

<sup>12</sup> Nesse sentido, Knight (1921), Coase (1937) e Jensen e Meckling (1976) e Jensen e Meckling (1994).

especializada de trocas como ponto de partida para toda a teoria da firma. Para Coase (1937) a alocação de recursos pelos gestores dentro da empresa se torna viável se o custo de coordenar os recursos por arranjos de mercado exceder o custo de gerenciá-los dentro da empresa.

### 2.1.2 A teoria de agência

Há quase oitenta anos Adolf A. Berle e Gardier C. Means escreveram *A Moderna Empresa e Propriedade Privada – The Modern Corporation and Private Property*, no original em inglês – em que a separação entre o capital e a gestão dá ensejo à perpetuidade das organizações. (BERLE e MEANS, 1932, p. 69).

O *conflito de agência* na empresa surge da separação entre a propriedade e a gestão empresarial. Ou seja, o titular da propriedade delega o poder de decisão sobre essa propriedade ao “agente” (BERLE e MEANS, 1932). Contudo, os interesses daqueles que administram a propriedade nem sempre são compatíveis e perfeitamente coerentes com os do titular da propriedade. Assim, diante desse conflito de interesses há a grande preocupação de criar mecanismos eficientes para garantir que as ações dos executivos sejam alinhadas e coerentes com o interesse dos acionistas.

O conjunto de mecanismos necessários para harmonizar a relação entre gestores e acionistas decorre da tentativa de resolução do problema de agência. O trabalho que inaugurou a linha de pesquisa sobre o problema de agência foi publicado por Jensen e Meckling (1976)<sup>13</sup>, que desenvolveram todo um corpo teórico para tratar dos inevitáveis conflitos de interesses entre acionistas, gestores, credores e funcionários de uma empresa.

O raciocínio se baseia nas relações entre “agentes” e “principais”, nas quais os agentes representam, em tese, os interesses dos principais. É o caso, por exemplo, do acionista (o principal, nesse caso) e do administrador (agente) de uma organização. O problema de agência ocorre quando o agente, que deveria agir sempre no melhor interesse do principal

---

<sup>13</sup> Nesse sentido, Ang et al (2000),

(razão pela qual é contratado), age tendo em vista o seu melhor interesse, isto é, para maximizar sua utilidade pessoal. Como não há conflitos de interesse possíveis quando o mesmo indivíduo acumula as funções de acionista e administrador, o problema de agência surge na medida em que propriedade e controle se separam.

Nesse sentido, Berle e Means (1932, p. 396) definiram governança corporativa “como o conjunto de mecanismos internos e externos que visam a harmonizar a relação entre gestores e acionistas, dada a separação entre controle e propriedade”.

Coelho (2002, v. 2, p. 277) avalia que o real trabalho de Berle e Means “está mesmo na identificação da sociedade anônima como instrumento da dissociação entre a *propriedade* da riqueza produtiva (os bens de produção) e seu *controle*, no interior da organização empresarial capitalista”.

Para Berle e Means (1932) a sociedade anônima teria tornado passiva a propriedade da riqueza produtiva, na medida em que permitiu a desproporção entre o capital aportado em uma atividade e o poder de dirigir essa mesma atividade. Em outros termos, a sociedade anônima possibilita ao empreendedor organizar e controlar uma atividade econômica sem dispor dos recursos necessários à sua implementação, nem mesmo da maior parte destes.

O IBGC (2004, p. 6) conceitua de forma diferente e apenas indiretamente faz referência ao conflito de agência: “sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre Acionistas/Cotistas, Conselho de Administração, Diretoria, Auditoria Independente e Conselho Fiscal”.

### **2.1.2.1 Custo do conflito de agência**

Jensen e Meckling (1976, p. 308) definem um relacionamento de agência como “um contrato em que uma ou mais pessoas (o principal) engajam outra pessoa (o agente) para desempenhar alguma tarefa em seu favor, envolvendo a delegação de autoridade para tomada de decisão

pelo agente”. Segundo os autores, se ambas as partes agem tendo em vista a maximização de suas utilidades pessoais, existe uma boa razão para acreditar que o agente não agirá sempre no melhor interesse do principal. No caso da relação entre acionistas e gestores, os acionistas podem limitar as divergências, monitorando as atividades dos executivos e estabelecendo incentivos contratuais a eles apropriados. Dessa forma, os acionistas incorrem em custos para alinhar os interesses dos gestores aos seus, que são chamados custos de agência.

Segundo Jensen e Meckling (1976, p. 308), os custos de agência são os custos de contratos entre o principal e o agente; gastos de monitoramento das atividades dos gestores pelo principal; gastos promovidos pelo próprio agente para mostrar que seus atos não serão prejudiciais ao principal; perdas residuais, decorrentes da diminuição da riqueza do principal por eventuais divergências entre as decisões do agente e as decisões que iriam maximizar a riqueza do principal.

### **2.1.3 Visão contratual**

O problema de agência é um elemento essencial da chamada visão contratual da empresa, desenvolvida, entre outros, por Jensen e Meckling (1976). Segundo Jensen (2001, p. 1) a visão contratual se baseia na ideia de que a firma é um *nexo* de contratos entre clientes, trabalhadores, executivos e fornecedores de material e capital.

Silveira (2005, p. 41) explica que, sob a visão contratual, os executivos e acionistas assinam um contrato que especifica o que os gestores devem fazer com os recursos da empresa. Idealmente, os gestores deveriam assinar um contrato completo que especificasse exatamente o que deveriam fazer a cada instante e como o excesso de caixa deveria ser alocado em cada possível contingência. O problema é que, como muitas contingências são difíceis de serem descritas e previstas, os contratos completos são tecnologicamente inviáveis.

Nos termos de Jensen (2001, p. 33), “é claro que, dada a ocorrência de eventos inesperados, nem todos os contratos, sejam eles explícitos ou implícitos, podem ser cumpridos”. Devido a esse problema na elaboração dos contratos, os investidores e gestores têm de alocar os

direitos residuais de controle, isto é, os direitos de tomar decisões em circunstâncias não previstas nos contratos.

Zingales (1998, p. 16) afirma que não haveria necessidade do debate sobre governança caso estivéssemos em um mundo no qual todas as contingências futuras pudessem ser descritas *ex ante* nos contratos.

## **2.2 A Lei das Sociedades por Ações e suas alterações e a estrutura de controle e gestão das companhias no Brasil**

A Lei n. 6.404 de 1976 – Lei das Sociedades Anônimas ou LSA – e suas alterações (como a Lei n. 10.303 de 2001) são o marco regulatório e a referência para a estrutura de controle e gestão das companhias listadas na Bolsa de Valores de São Paulo.

Vale explicitar que a LSA, a partir do seu artigo 153, define os principais deveres impostos aos administradores de companhias como o de diligência, cumprimento das finalidades da empresa, lealdade e dever de informar. Há ainda os deveres implícitos dos administradores, ou seja, derivados de interpretação desses deveres, como observar os estatutos, cumprir as deliberações dos órgãos societários hierarquicamente superiores, controlar a atuação dos demais administradores entre outros.

Sobre o dever de diligência Requião (2003, v. 2, p. 207) afirma que os administradores devem ter “o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócios”.

O artigo 154 da LSA diz que o administrador deve exercer as atribuições que o estatuto lhe confere para lograr os fins e o interesse da companhia. Para Coelho (2002, v. 2, p. 245) algumas condutas são proibidas pelo legislador, por exemplo “o administrador não pode privilegiar o grupo ou classe de acionistas que o elegeu”. Não pode incorrer em liberalidade à custa da companhia, admitida apenas a prática de atos gratuitos razoáveis em favor de

empregados ou da comunidade, quando autorizado pelo conselho de administração ou pela diretoria; não pode, sem prévia autorização da assembleia geral ou do conselho de administração, tomar por empréstimo recursos ou bens da companhia e serviços de crédito; e não pode, por fim, sem autorização estatutária ou assemblear, receber de terceiros vantagem de qualquer tipo em razão do seu cargo.

Requião (2003, v. 2, p. 208), na mesma linha dos ensinamentos de Coelho, qualifica como desvio de poder os atos do administrador sem autorização da assembleia geral ou do conselho de administração, a “tomada por empréstimos de recursos ou bens da companhia, ou o uso, em proveito próprio, da sociedade em que tenha interesse, ou de terceiros, ou seus bens, serviços ou créditos”.

O artigo 156 da LSA veda ao administrador intervir em qualquer operação social na qual tenha interesse conflitante ao da companhia, bem como na deliberação que a respeito tomarem os demais administradores. Nesse sentido, Requião (2003, v. 2, p. 213) explica que “a lealdade natural do homem probo, cientificar os seus pares da ocorrência de seu impedimento e fazer consignar, em ata da reunião de administração ou da diretoria, a natureza e extensão do seu interesse”.

### **2.2.1 Acionistas controladores e minoritários**

Além do conflito de agência entre gestores e acionistas, a presença de grandes acionistas gera o conflito de agência entre acionistas controladores e minoritários, causando graves problemas de governança corporativa (Carvalhosa, 2002).

Para se compreender, ainda, a posição de disputa entre os acionistas, é necessário distinguir o acionista controlador e o acionista minoritário. Atenta-se para a nomenclatura, pois as expressões não dizem respeito à maior ou menor participação no capital social, mas, sim, à maior ou menor influência na condução dos negócios da sociedade.

Coelho (2002, v. 2, p. 276) explica que o conflito surge das tentativas de desequilibrar a relação entre os acionistas. Se o acionista controlador aprecia a contribuição do minoritário, mas não a remunera como poderia (aprovando, em assembleia, retenção de lucros desnecessária), ou por considerar a companhia propriedade exclusiva dele, apropriando-se abusivamente de recursos sociais (elegendo-se para administrador e atribuindo-se remuneração elevada, por exemplo), essas condutas geram conflitos. Por outro lado, se um minoritário (com espírito empreendedor) quer ampliar sua ingerência na administração da sociedade, ou mesmo tomar o controle para suas mãos, isso também desequilibra as relações de poder e, conseqüentemente, gera conflitos.

Os conflitos podem ser causados também pela compra das ações do bloco de controle das empresas com um determinado prêmio, que evidencia que o controle é valorizado, indicando que os controladores poderão ter acesso a benefícios especiais. Caso os acionistas minoritários recebessem os mesmos benefícios dos acionistas controladores, em tese não deveria haver o pagamento de um prêmio pelo bloco de ações que levam ao controle da empresa.

### **2.2.2 O conselho de administração**

O conselho de administração “é órgão deliberativo de número ímpar e plural (com no mínimo 3 (três) membros), eleito pela assembleia geral” (COELHO, 2002, v. 2, p. 214). O conselho tem sua natureza fundada em certas decisões que, por sua importância, devem ser analisadas e adotadas por quem tem participação no capital social. A diretoria, a qual pode ser composta por não acionistas, nem sempre é o órgão da sociedade mais indicado para assumir a responsabilidade pelas deliberações de maior envergadura e repercussão. Por outro lado, ressalta Coelho, nem sempre representa a solução mais adequada a apreciação dessas matérias pela assembleia geral, porque esse órgão está sujeito a formalidades e dinâmicas próprias, as quais podem retardar o processo decisório, prejudicando os interesses da companhia.

Para Silveira (2006, p. 82), “o conselho de administração tem um papel fundamental na governança corporativa, sendo considerado o principal mecanismo interno para diminuição dos custos de agência entre acionistas e gestores, e entre acionistas controladores e minoritários”.

Como órgão destinado a agilizar o processo decisório interno da sociedade, o conselho de administração é, em regra, facultativo. No sistema de administração adotado pela legislação brasileira, tem o conselho de administração, quando existente, competência fundamental, caracterizando-se como órgão plural, interno, consultivo, deliberativo e, sobretudo, fiscalizatório.

Segundo o Código Brasileiro das Melhores Práticas, elaborado pelo IBGC (2004), a formação de um conselho de administração é recomendável independente da forma societária da empresa (sociedade de responsabilidade limitada ou sociedade anônima, se aberta ou fechada). A missão do conselho de administração segundo o IBGC (2004, p. 18) é “proteger e valorizar o patrimônio, bem como maximizar o retorno do investimento”.

No mais, o IBGC destaca a definição de estratégia, a eleição e a destituição do principal executivo, a aprovação da escolha ou da dispensa dos demais executivos sob proposta do executivo principal (CEO<sup>14</sup>), o acompanhamento da gestão, o monitoramento dos riscos e a indicação e substituição dos auditores independentes, como as principais competências do conselho de administração.

De qualquer forma, evidencia-se que, no exercício do voto pelos membros do conselho de administração, o interesse expresso pelo detentor do cargo pode conflitar com o da própria companhia (art. 154, LSA).

Correia (1993, p. 294), esclarece a esse respeito:

A vontade dos membros dos órgãos é imputada à pessoa coletiva, mas não deixa, por isso, de ser vontade dos próprios membros e de poder ser imputada também a estes, nomeadamente

---

<sup>14</sup> Termo em inglês (*Chief Executive Officer*) para designar o principal executivo da companhia.

responsabilizando-os pessoalmente por actos ilícitos praticados em nome da pessoa colectiva. De resto, no caso de órgãos plurais, a vontade que é imputada à pessoa coletiva é o produto da unificação jurídica das vontades dos vários membros do órgão (da maioria, como regra). E mesmo que a vontade de um órgão singular (ou do seu titular) seja imputada à pessoa colectiva, o titular do órgão não perde a sua personalidade jurídica própria, não se confunde, como pessoa, com a pessoa colectiva de cujo órgão é membro.

São limitações de matérias para deliberação pelo conselho de administração as descritas no art. 122 da LSA, pois são de competência privativa da assembleia geral reformar o estatuto social, eleger ou destituir administradores e fiscais da companhia, tomar as contas dos administradores e deliberar sobre as demonstrações financeiras, autorizar a emissão de debêntures, suspender o exercício dos direitos do acionista, deliberar sobre a avaliação de bens que possam concorrer para a formação do capital social, deliberar sobre transformação, fusão, incorporação e cisão da companhia, sua dissolução e liquidação, autorizar a confessar falência e recuperação judicial, entre outras.

Em decorrência dessas funções surgem os deveres de lealdade (*duty of loyalty*) e diligência (*duty of care*). Em definição corrente, o dever de lealdade refere-se a um conflito de interesse entre o membro do conselho e a companhia. O dever de diligência, por outro lado, refere-se ao padrão mínimo de conduta dos conselheiros.

Cabe ainda ao conselho de administração, segundo o IBGC (2004, p. 19), a supervisionar o relacionamento entre os executivos e as demais partes interessadas (*stakeholders*), aprovar o código de conduta da organização e o seu próprio regimento interno. Por outro lado, não cabe ao conselho de administração interferir em assuntos operacionais, mas este deve ter a liberdade de solicitar todas as informações necessárias ao cumprimento de suas funções, inclusive a especialistas externos, se for necessário.

Lorsch (*apud* Harvard Business Review, 2001, p. 44) define que “três atividades são essenciais para que o conselho de administração atue como monitor eficaz e zele pela conduta legal e ética dos diretores e empregados da empresa: aprovar a trajetória estratégica da empresa e avaliar o seu progresso; seleccionar, avaliar, recompensar e, se necessário, afastar o CEO; e, garantir a disponibilidade de planos de sucessão adequados na alta administração”.

Para Salmon (2001, p. 12) o objetivo final do conselho de administração é ter “uma atmosfera mais aberta e construtiva, nas quais os conselheiros tenham bastante confiança no processo, para energicamente questionar uns aos outros”.

A legislação define as competências ao conselho de administração no artigo 142 da LSA, como fixar a orientação geral dos negócios da companhia; eleger e destituir os diretores da companhia e fixar-lhes as atribuições, observado o que a respeito dispuser o estatuto; fiscalizar a gestão dos diretores, examinar, a qualquer tempo, os livros e papéis da companhia, solicitar informações sobre contratos celebrados ou em via de celebração, e quaisquer outros atos; convocar a assembleia geral quando julgar conveniente, ou no caso do artigo 132; manifestar-se sobre o relatório da administração e as contas da diretoria; manifestar-se previamente sobre atos ou contratos, quando o estatuto assim o exigir; deliberar, quando autorizado pelo estatuto, sobre a emissão de ações ou de bônus de subscrição; autorizar, se o estatuto não dispuser em contrário, a alienação de bens do ativo não circulante, a constituição de ônus reais e a prestação de garantias a obrigações de terceiros<sup>15</sup>; e, escolher e destituir os auditores independentes, se houver.

Sobre o tamanho do conselho de administração<sup>16</sup>, Salmon (2001, p. 13) afirma que fundamentalmente “três pessoas de dentro da empresa devem participar dos conselhos de administração: o CEO (principal executivo), o COO<sup>17</sup> e o CFO<sup>18</sup>”. Assim, o conselho teria de 8 (oito) a 15 (quinze) membros, além desses três. Salmon (2001, pp. 13 e 14) explica que “menos de oito membros é pouco para compor as comissões internas de auditoria, remuneração e outras com um número suficiente de conselheiros externos”. No sentido oposto, “mais de 15 (quinze) membros quase sempre dificulta e emperra os debates produtivos, uma vez que a maioria das reuniões demora mais de quatro horas”.

---

<sup>15</sup> Redação dada pela Lei n. 11.941, de 2009.

<sup>16</sup> Outros também discorrem sobre o número de conselheiros, como Baysinger e Henry (1985), Barnhart et al. (1994) e Fubra et al. (1998)

<sup>17</sup> Termo em inglês (*Chief Operating Officer*) para designar o principal executivo de operações.

<sup>18</sup> Termo em inglês (*Chief Financial Officer*) para designar o principal executivo financeiro.

Porém o IBGC define o número de conselheiros de forma diferente. Até a terceira edição do Código das Melhores Práticas em 2004, era definido o número de membros do conselho de administração entre 5 (cinco) e 9 (nove), dependendo do perfil da sociedade (IBGC, 2004, p. 23). Atualmente, com a quarta edição desse Código, o recomendado é de, no mínimo, 5 (cinco) e, no máximo, 11 (onze) conselheiros (IBGC, 2009, p. 36).

A legislação, por outro lado, estabelece que o conselho de administração seja composto por, no mínimo, 3 (três) membros, eleitos pela assembleia geral e por ela destituíveis a qualquer tempo, devendo o estatuto estabelecer (LSA, art. 140): o número de conselheiros, ou o máximo e mínimo permitidos, e o processo de escolha e substituição do presidente do conselho; o modo de substituição dos conselheiros; o prazo de gestão, que não poderá ser superior a 3 (três) anos, permitida a reeleição; as normas sobre convocação, instalação e funcionamento do conselho que deliberará por maioria de votos.

Segundo o IBGC (2009, p. 36), há três classes de conselheiros: independentes; externos: conselheiros que não têm vínculo atual com a sociedade, mas não são independentes, por exemplo ex-diretores e ex-funcionários, advogados que prestam serviços à empresa, acionistas ou funcionários do grupo controlador, parentes próximos de diretores etc.; e internos: conselheiros que são diretores ou funcionários da empresa.

Ainda segundo o IBGC (2009, p. 36), o conselheiro independente deve ter as seguintes características: 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 dessa restrição).

Contudo, para Salmon (2001, p. 19) é evidente que os “conselheiros externos com reputação de independência desfrutam de melhores chances para monitorar a administração. O problema prático consiste em descobrir candidatos efetivamente desinteressados, capazes e comprometidos”. Por isso, conclui Salmon (2001, p. 20), um bom conselho de administração não é apenas um conjunto de especialistas; é uma equipe de indivíduos ponderados, capazes de aconselhar, apoiar e por vezes dissuadir o CEO<sup>19</sup>.

### **2.2.3 Diretoria executiva**

O surgimento da organização da administração e a conseqüente separação entre o capital (sócios proprietários) e a gestão (executivos) fez surgir sofisticadas na gestão da empresa. Requião (2003, v. 2, p. 198) discorre sobre o tema ao introduzir a diretoria na sociedade anônima:

Lembramos que no sistema tradicional de empresa, o proprietário, que corria os riscos, podia dirigi-la segundo suas inclinações humanas ou altruísticas. Na empresa moderna, porém, o gerente constitui apenas uma peça da máquina de produzir riqueza e gerar dividendos, para assegurar pela sua competência e dedicação ao grupo de controle, a sua permanência na função a que, por ele, foi alcançado [...] Em virtude desse sistema, a nossa civilização está se tornando uma civilização de gerentes.

A lei deixou ao arbítrio dos acionistas a formulação do órgão de administração da sociedade, cindindo-o em duas partes: o conselho de administração e a diretoria. Se a companhia estabeleceu apenas a diretoria, esta desempenhará todas as funções administrativas, traçando a política geral dos negócios da sociedade e executando-a, conforme determinar o estatuto. Se, porém, for instituído o conselho de administração, à diretoria caberá apenas a execução das deliberações encaminhadas pelo conselho. (Requião, 2003, v. 2, p. 199).

“A diretoria é o órgão executivo da companhia” (Coelho, 2002, v. 2, p. 226; e Requião, 2003, v. 2, p. 200). Aos seus membros compete, internamente, dirigir a empresa e, externamente, manifestar a vontade da pessoa jurídica, na generalidade dos atos e negócios. Sobre a segunda função, cabe destacar que a representação da sociedade anônima não pode ser atribuída a outro órgão societário. É de sua competência privativa (LSA, art. 138, § 1º).

---

<sup>19</sup> Nesse sentido, Harris e Raviv (1998).

Segundo Coelho (2002, v. 2, p. 227), a diretoria é composta por pelo menos duas pessoas naturais, residentes no Brasil, escolhidas pelo conselho de administração, ou, se este não existir, pela assembleia geral, não sendo necessária a condição de acionista. Oportuno lembrar que até um terço dos membros do conselho de administração pode ser eleito para a diretoria (LSA, art. 143, § 1º).

Ressalta Requião (2003, v. 2, p. 200) que o fato de a lei incumbir ao conselho de administração a tarefa de eleger a diretoria, faz com que esta se suborne àquele. Na ausência de conselho de administração, a mesma relação de eleição e subordinação existirá com a assembleia geral.

Aos diretores, é permitida a reeleição além de serem destituíveis a qualquer tempo pelo conselho de administração ou, onde não existir, pela assembleia geral. (Negrão, 2003, v. 1, p. 443).

O estatuto da sociedade anônima define o número de diretores (mínimo e máximo), a duração do mandato (máximo de três anos), a substituição e, principalmente, a competência de cada um, segundo Coelho (2002, v. 2, p. 227).

A diretoria será composta por 2 (dois) ou mais diretores, eleitos e destituíveis a qualquer tempo pelo conselho de administração (LSA, art. 143), ou, se inexistente, pela assembleia geral, devendo o estatuto estabelecer: o número de diretores, ou o máximo e o mínimo permitidos; o modo de sua substituição; o prazo de gestão, que não será superior a 3 (três) anos, permitida a reeleição; as atribuições e poderes de cada diretor.

No silêncio do estatuto e inexistindo deliberação do conselho de administração (artigo 142, n. II e parágrafo único), competirão a qualquer diretor a representação da companhia e a prática dos atos necessários ao seu funcionamento regular (LSA, art. 144).

A representação legal pode ser extraordinária na sociedade anônima, segundo previsões da própria LSA. Os artigos 150, parágrafo 2º, e 163, parágrafo 5º, são exemplos disso, ao abordarem, respectivamente, que o acionista com maior número de ações é o representante legal da sociedade para atos urgentes, na vacância de todos os cargos dos órgãos de administração; e em caso da companhia não ter auditores independentes, o conselho fiscal pode contratar contador ou firma de auditoria, a expensas da sociedade anônima.

Cabe destacar que o IBGC não faz considerações sobre a diretoria executiva em nenhuma versão de seu Código das Melhores Práticas, assim como a Cartilha de Governança Corporativa da CVM.

#### **2.2.4 Administradores**

Na LSA, os artigos sobre “administradores” referem-se aos membros do conselho de administração e da diretoria executiva, sendo aplicadas normas relativas a requisitos, impedimentos, investidura, remuneração, deveres e responsabilidade dos administradores (LSA, art. 145).

Poderão ser eleitos para membros dos órgãos de administração pessoas naturais residentes no país, devendo os membros do conselho de administração ser acionistas e os diretores, acionistas ou não (LSA, art. 146).

São inelegíveis para os cargos de administração da companhia as pessoas impedidas por lei especial, ou condenadas por crime falimentar, de prevaricação, peita ou suborno, concussão, peculato, contra a economia popular, a fé pública ou a propriedade, ou a pena criminal que vede, ainda que temporariamente, o acesso a cargos públicos (LSA, art. 147, § 1º); e declaradas inabilitadas por ato da Comissão de Valores Mobiliários (LSA, art. 147, § 2º).

O estatuto da companhia que fixar o dividendo obrigatório em 25% (vinte e cinco por cento) ou mais do lucro líquido, pode atribuir aos administradores participação no lucro da companhia, desde que o seu total não ultrapasse a remuneração anual dos administradores nem 0,1 (um décimo) dos lucros (artigo 190), prevalecendo o limite que for menor (LSA, art. 152, § 1º).

É vedado ao administrador (LSA, art. 154, § 2º): praticar ato de liberalidade à custa da companhia; sem prévia autorização da assembleia geral ou do conselho de administração, tomar por empréstimo recursos ou bens da companhia, ou usar, em proveito próprio, de sociedade em que tenha interesse, ou de terceiros, os seus bens, serviços ou crédito; receber de terceiros, sem autorização estatutária ou da assembleia geral, qualquer modalidade de vantagem pessoal<sup>20</sup>, direta ou indireta, em razão do exercício de seu cargo.

O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre seus negócios (LSA, art. 155), sendo-lhe vedado: usar, em benefício próprio ou de outrem, com ou sem prejuízo para a companhia, as oportunidades comerciais de que tenha conhecimento em razão do exercício de seu cargo; omitir-se no exercício ou na proteção de direitos da companhia ou, visando à obtenção de vantagens, para si ou para outrem, deixar de aproveitar oportunidades de negócio de interesse da companhia; adquirir, para revender com lucro, bem ou direito que sabe necessário à companhia, ou que esta tencione adquirir.

Cumpra, ademais, ao administrador de companhia aberta, guardar sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, obtida em razão do cargo e capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários, sendo-lhe vedado valer-se da informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários (LSA, art. 155, § 1º).

É vedado ao administrador intervir em qualquer operação social em que tiver interesse conflitante com o da companhia, bem como na deliberação que a respeito tomarem os demais administradores, cumprindo-lhe cientificá-los do seu impedimento e fazer consignar, em ata

---

<sup>20</sup> As importâncias recebidas com infração ao disposto na alínea *c* do § 2º pertencerão à companhia (LSA, art. 154, § 3º).

de reunião do conselho de administração ou da diretoria, a natureza e extensão do seu interesse (LSA, art. 156).

O administrador de companhia aberta tem um amplo dever de informar, por exemplo ao firmar termo de posse, número de ações, bônus de subscrição, opções de compra de ações e debêntures conversíveis em ações, de emissão da companhia e de sociedades controladas ou do mesmo grupo de que seja titular (LSA, art. 157).

### **2.2.5 Conselho fiscal**

Coelho (2002, v. 2, p. 228) define conselho fiscal como órgão de assessoramento da assembleia geral na votação de matérias atinentes à regularidade dos atos de administração da companhia. Ou “o principal instrumento, conferido pela lei aos acionistas, de fiscalização da gestão da empresa”.

O IBGC manteve sua visão sobre o conselho fiscal com a edição da última versão do Código das Melhores Práticas. “O conselho fiscal é parte integrante do sistema de governança das organizações brasileiras” (IBGC, 2009, p. 62).

A companhia terá um conselho fiscal e o estatuto disporá sobre seu funcionamento, de modo permanente ou nos exercícios sociais em que for instalado a pedido de acionistas (LSA, art. 161). O conselho fiscal será composto de, no mínimo, 3 (três) e, no máximo, 5 (cinco) membros, e suplentes em igual número, acionistas ou não, eleitos pela assembleia geral (LSA, art. 161, § 1º).

O conselho fiscal, quando o funcionamento não for permanente, será instalado pela assembleia geral a pedido de acionistas que representem, no mínimo, 0,1 (um décimo) das ações com direito a voto, ou 5% (cinco por cento) das ações sem direito a voto, e cada período de seu funcionamento terminará na primeira assembleia geral ordinária após a sua instalação (LSA, art. 161, § 2º).

Na constituição do conselho fiscal serão observadas as seguintes normas: os titulares de ações preferenciais sem direito a voto, ou com voto restrito, terão direito de eleger, em votação em separado, 1 (um) membro e respectivo suplente; igual direito terão os acionistas minoritários, desde que representem, em conjunto, 10% (dez por cento) ou mais das ações com direito a voto; e, ressalvado o disposto na alínea anterior, os demais acionistas com direito a voto poderão eleger os membros efetivos e suplentes que, em qualquer caso, serão em número igual ao dos eleitos nos termos da alínea *a*, mais um. (LSA, art. 161, § 4º)

Somente podem ser eleitos para o conselho fiscal pessoas naturais, residentes no país, diplomadas em curso de nível universitário, ou que tenham exercido por prazo mínimo de 3 anos, cargo de administrador de empresa ou de conselheiro fiscal (LSA, art. 162).

Não podem ser eleitos para o conselho fiscal, além das pessoas enumeradas nos parágrafos do artigo 147<sup>21</sup>, membros de órgãos de administração e empregados da companhia ou de sociedade controlada ou do mesmo grupo, e o cônjuge ou parente, até terceiro grau, de administrador da companhia (LSA, art. 162, § 2º).

A atuação do conselho fiscal está sujeita a limites precisos. O conselho tem competência para fiscalizar, mas não pode substituir os administradores da companhia no tocante à melhor forma de conduzir os negócios.

Nesse sentido, compete ao conselho fiscal (LSA, art. 163): fiscalizar os atos dos administradores e verificar o cumprimento dos seus deveres legais e estatutários; opinar sobre o relatório anual da administração, fazendo constar do seu parecer as informações

---

<sup>21</sup> LSA, art. 147. Quando a lei exigir certos requisitos para a investidura em cargo de administração da companhia, a assembleia geral somente poderá eleger quem tenha exibido os necessários comprovantes, dos quais se arquivará cópia autêntica na sede social.

§ 1º São inelegíveis para os cargos de administração da companhia as pessoas impedidas por lei especial, ou condenadas por crime falimentar, de prevaricação, peita ou suborno, concussão, peculato, contra a economia popular, a fé pública ou a propriedade, ou a pena criminal que vede, ainda que temporariamente, o acesso a cargos públicos.

§ 2º São ainda inelegíveis para os cargos de administração de companhia aberta as pessoas declaradas inabilitadas por ato da Comissão de Valores Mobiliários.

complementares que julgar necessárias ou úteis à deliberação da assembleia geral; opinar sobre as propostas dos órgãos da administração, a serem submetidas à assembleia geral, relativas à modificação do capital social, emissão de debêntures ou bônus de subscrição, planos de investimento ou orçamentos de capital, distribuição de dividendos, transformação, incorporação, fusão ou cisão; denunciar aos órgãos de administração, e se estes não tomarem as providências necessárias para a proteção dos interesses da companhia, à assembleia geral, erros, fraudes ou crimes que descobrirem, e sugerir providências úteis à companhia; convocar a assembleia geral ordinária, se os órgãos da administração retardarem por mais de um mês essa convocação, e a extraordinária, sempre que ocorrerem motivos graves ou urgentes, incluindo na agenda das assembleias as matérias que considerarem necessárias; analisar, ao menos trimestralmente, o balancete e as demais demonstrações financeiras elaboradas periodicamente pela companhia; examinar as demonstrações financeiras do exercício social e sobre elas opinar; exercer essas atribuições, durante a liquidação, tendo em vista as disposições especiais que a regulam.

No mais, cabe destacar que o conselho fiscal (ou seus membros) pode: exigir a disponibilização de cópias dos balancetes e demais demonstrações financeiras elaboradas periodicamente e, quando houver, dos relatórios de execução de orçamentos (LSA, art. 163, § 1º), solicitar aos órgãos de administração esclarecimentos ou informações, assim como a elaboração de demonstrações financeiras ou contábeis especiais (LSA, art. 163, § 2º); assistir às reuniões do conselho de administração, se houver, ou da diretoria, em que se deliberar sobre os assuntos em que devam opinar (LSA, art. 163, § 3º); em caso de a companhia ter auditores independentes, solicitar-lhes esclarecimentos ou informações que julgar necessários, e a apuração de fatos específicos (LSA, art. 163, § 4º), e, se a companhia não tiver auditores independentes, poderá, para melhor desempenho das suas funções, escolher contador ou firma de auditoria (LSA, art. 163, § 5º).

### **2.2.6 A estrutura jurídica de controle no Brasil para companhias listadas em bolsa de valores**

A estruturação organizacional das empresas no Brasil se relaciona com sua definição societária. Uma Sociedade Limitada (Ltda.), por exemplo, é regida objetivamente pelo

Código Civil e, supletivamente, pela Lei das Sociedades por Ações (LSA) e suas alterações. A Sociedade Anônima (S.A.) é regida fundamentalmente pela LSA e suas alterações, sendo a S.A. de capital aberto sujeita também às normas da CVM. O foco deste estudo é a Sociedade Anônima de capital aberto.

Na Sociedade Anônima os dois principais instrumentos de gestão e, portanto, de controle são o conselho de administração e a diretoria executiva. Por isso, a estrutura jurídica de controle no Brasil é inerente a esses dois agentes.

Ocorre que a Lei da Sociedade por Ações não tipifica a competência do conselho de administração e da diretoria executiva em “tratar dos temas jurídicos”. A LSA trata de forma genérica sobre gestão: “a administração da companhia competirá [...] ao conselho de administração e à diretoria, ou somente à diretoria. [...] As companhias abertas [...] terão, obrigatoriamente, conselho de administração”<sup>22</sup>.

Por isso, não há incentivos aos conselheiros para que tratem diferenciadamente os temas jurídicos, ou para que tenham formação específica voltada às ciências jurídicas.

A LSA determina que a diretoria seja composta por dois ou mais diretores, devendo o estatuto estabelecer as atribuições e poderes de cada diretor<sup>23</sup>.

Do exposto, é importante ressaltar que não há obrigatoriedade legal de existir uma diretoria jurídica (ou qualquer nome equivalente), que seja autônoma, independente e que responda para o principal executivo da empresa.

Também destaca-se o fato de não existir a obrigação na esfera de governança corporativa, pois não é requisito formal para se integrar os níveis de acesso (Nível 1 e 2) e o Novo Mercado da BM&FBovespa. A CVM é omissa quanto ao tema. O IBGC, em seu Código das

---

<sup>22</sup> Lei das Sociedades por Ações (Lei n. 6.404, de 1976), art. 138 *caput* e § 2º.

<sup>23</sup> Art. 143 da Lei das Sociedades Anônimas, inciso IV.

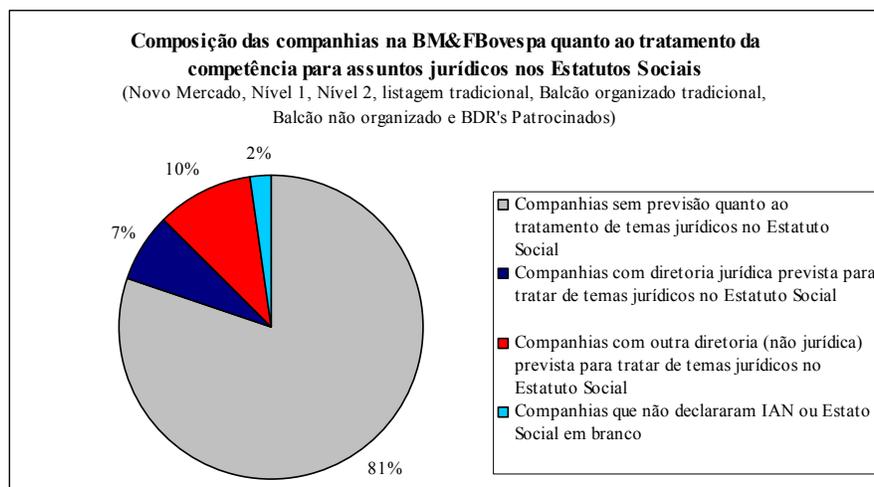
Melhores Práticas, defende que “o Conselho, como um colegiado, deve buscar reunir competências tais como: [...] conhecimentos jurídicos” (IBGC, 2009, p. 32).

Como as companhias listadas na BM&FBovespa têm a obrigatoriedade de divulgação do IAN em que deve, entre outras informações, ser disponibilizado o estatuto social da companhia, é possível pesquisar, em função da obrigatoriedade de se estabelecer as atribuições e poderes a cada diretor, se há poderes para atribuições jurídicas e quais companhias preveem em seus estatutos a existência da diretoria jurídica ou, se isso não ocorrer, para qual diretoria é delegada essa função.

O gráfico 1, a seguir, mostra a composição da análise dos estatutos sociais das companhias listadas na BM&FBovespa e o tratamento da competência para assuntos jurídicos, em 2008.

Se considerarmos as 535 companhias que negociam valores mobiliários entre Nível 1, Nível 2, Novo Mercado, segmento tradicional, balcão organizado tradicional, balcão não organizado e BDR's patrocinados, 38 empresas (cerca de 7%) contemplam em seus estatutos sociais para a implementação de diretorias jurídicas, 59 companhias (aproximadamente 10%) têm previsão de outras diretorias (não jurídicas) que também desempenham as funções jurídicas previstas no estatuto e, a maioria, 427 empresas (ou 81%) dessas companhias não revelam previsão em seus estatutos sociais para a criação de diretoria jurídica ou outra diretoria para abrigar a função jurídica em suas administrações. Cerca de 2% das companhias listadas não divulgaram IAN em 2008 ou publicaram seus estatutos sociais de forma inadequada, o que não permitiu sua classificação.

**Gráfico 1: Análise dos estatutos sociais de todas as companhias listadas na BM&FBovespa, em 2008.**

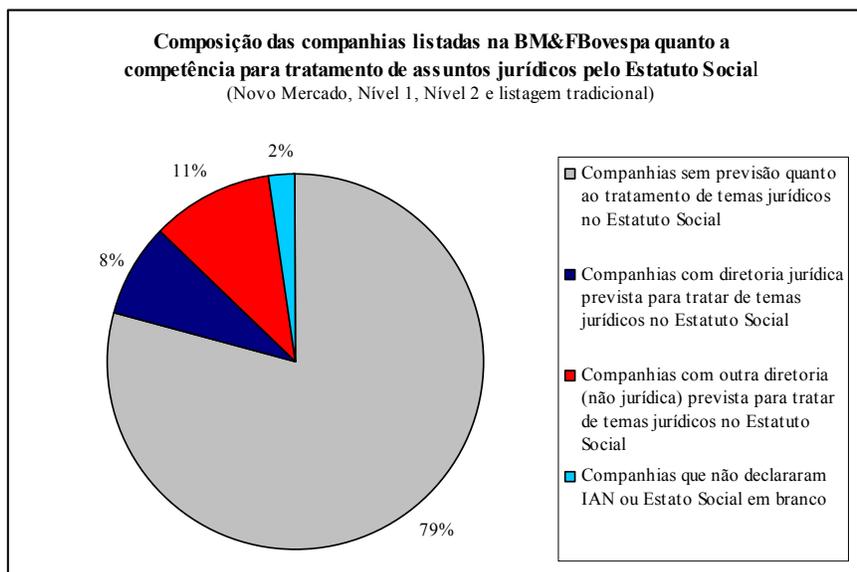


Fonte: BM&FBovespa, IAN, grupo 18, Estatuto Social

Já o gráfico 2, a seguir, mostra a mesma composição da análise dos estatutos sociais das companhias listadas na BM&FBovespa e o tratamento da competência para assuntos jurídicos em 2008, porém sem considerar as companhias enquadradas em balcão organizado tradicional, balcão não organizado e BDR's patrocinados.

Entre as 446 companhias que negociam valores mobiliários no Nível 1, Nível 2, Novo Mercado e segmento tradicional, 36 empresas (cerca de 8%) têm previsão em seus estatutos sociais para a implementação de diretorias jurídicas, 47 companhias (11%) apresentam previsão de outras diretorias (não jurídicas) que também desempenham as funções jurídicas previstas no estatuto e, a maioria, 353 empresas (ou 79%) não têm previsão em seus estatutos sociais para a criação da diretoria jurídica ou outra diretoria para abrigar a função jurídica em suas administrações. Cerca de 2% das companhias listadas não divulgaram IAN em 2008 ou publicaram seus estatutos sociais de forma inadequada, o que não permitiu sua classificação.

**Gráfico 2: Análise dos estatutos sociais de companhias Nível 1, Nível 2, Novo Mercado e listagem tradicional listadas na BM&FBovespa, em 2008.**



Fonte: BM&FBovespa, IAN, grupo 18, Estatuto Social

Dentre as companhias com diretorias jurídicas previstas em seus estatutos sociais, destacam-se dois bancos (Banco Panamericano S. A. e Banco do Brasil S. A.) o setor imobiliário (Brookfield Incorporações S. A., Brookfield São Paulo Empreendimentos Imobiliários S. A., CR2 Empreendimentos Imobiliários S. A., LPS Brasil – Consultoria de Imóvel S. A., Técnica S. A. e as companhias do grupo Wtorre), empresas do setor de *shoppings centers* (Aliance Shopping Centers S. A. e Iguatemi Empresa de Shopping Center S. A.), companhias do setor elétrico (Cia. Energética do Ceará – Casan, Cia. Paranaense de Energia – Copel e Duke Energy Int. Ger. Paranapanema S. A.), empresas do setor de saneamento (Cia. Catarinense de Água e Saneamento – Casan e Cia. de Saneamento do Paraná – Sanepar) e o setor de telefonia (TIM Participações S. A. e Vivo Participações S. A.). A tabela 1, a seguir, resume as companhias com diretorias jurídicas previstas em seus estatutos sociais:

**Tabela 1: Companhias com diretoria jurídica prevista para tratar de temas jurídicos no estatuto social, em 2008.**

<b>Companhias com diretoria jurídica prevista para tratar de temas jurídicos no estatuto social</b>
ALIANSCCE SHOPPING CENTERS SA
AMERICEL SA
AMPLA ENERGIA E SERVICOS SA
BCO BRASIL SA
BCO PANAMERICANO SA
BONAIRE PARTICIPACOES SA*
BROOKFIELD INCORPORAÇÕES SA
BROOKFIELD SÃO PAULO EMPREEND IMOBILIÁRIOS SA
CIA CATARINENSE DE AGUAS E SANEAM.-CASAN
CIA ENERGETICA DO CEARA - COELCE
CIA PARANAENSE DE ENERGIA - COPEL
CIA SANEAMENTO DO PARANA - SANEPAR
CR2 EMPREENDIMENTOS IMOBILIARIOS SA
DUKE ENERGY INT. GER. PARANAPANEMA SA
IGUATEMI EMPRESA DE SHOPPING CENTERS SA
JBS SA
LPS BRASIL - CONSULTORIA DE IMOVEIS SA
METALGRAFICA IGUACU SA
MPX ENERGIA SA
OBRASCON HUARTE LAIN BRASIL SA
OSX BRASIL SA
PORTO SEGURO SA
SARAIVA SA LIVREIROS EDITORES
TECNISA SA
TEMPO PARTICIPACOES SA
TIM PARTICIPACOES SA
TOTVS SA
VIVO PARTICIPACOES SA
WTORRE CRJ SECURITIZADORA CRED IMOB SA
WTORRE FIDES SECURITIZADORA CRED IMOB SA
WTORRE NSBC SECURITIZADORA CRED IMOB SA
WTORRE PIC SECURITIZADORA CRED IMOB AS*
WTORRE SECURITIZADORA CRED IMOB SA
WTORRE TC SECURITIZADORA CRED IMOB SA
WTORRE TSSP SECURITIZADORA CRED IMOB SA
WTORRE VPA SECURITIZADORA CRED IMOB SA
WTORRE VRJ SECURITIZADORA CRED IMOB SA

Fonte: BM&FBovespa, IAN, grupo 18, estatuto social

Nota: (\*) indica companhias enquadradas em balcão organizado tradicional, balcão não organizado e BDR's patrocinados.

### 2.3 O monitoramento das estruturas de controle e gestão das companhias

Tirole (2001, p. 02) afirma que o grande foco do debate dos problemas de agência constitui na eficiente estrutura de monitoramento da companhia. O autor destaca quatro questões com as quais o investidor deve se preocupar.

A primeira delas se refere a forma como deveriam os conselheiros ser selecionados e compensados. A esse respeito destaca-se a substancial atenção dada pelo Relatório Cadbury (Cadbury Committee, 1992), em seu relatório de boas práticas para conselhos de administração e sua gradual implementação na British Corporations e no Calpers, o Fundo de Pensão dos Funcionários do Estado da Califórnia, que lista os 37 princípios de boas práticas para membros de conselhos de administração e sua subsequente pressão nas firmas para que aderissem a tais princípios<sup>24</sup>.

A segunda questão que deve ser analisada é se investidores institucionais, como fundos de pensão e fundos mútuos, devem ser investidores ativos e interferirem na gestão. Nos EUA, por exemplo, houve grandes discussões sobre o regulador desencorajar o monitoramento dos investidores institucionais nas companhias em que investem sob acusação de recebimento de informações privilegiadas (*inside information*), sendo o investidor institucional penalizado na revenda de ações de companhias em que exerce monitoramento (*inside trading*)<sup>25</sup>.

A terceira questão consiste no questionamento sobre encorajar o mercado para o controle corporativo, por ofertas públicas de compra de ações, *leveraged buyouts*<sup>26</sup>, *proxy fights*<sup>27</sup> entre outras.

---

<sup>24</sup> Nesse sentido, Core, Guay e Larcker (2003) e Murphy (1999).

<sup>25</sup> Nesse sentido, Chung e Weston (1998).

<sup>26</sup> Leveraged BuyOut (LBO) ocorre quando adquirente de controle acionário de uma empresa com significativa porcentagem do preço de compra financiado por meio de alavancagem (empréstimo). Os ativos da empresa adquirida são usados como colateral para garantir o pagamento do capital emprestado. Algumas características da firma-alvo potencial buscam candidatas a Leverage BuyOut mais atrativas, incluindo: existência de baixo carregamento de débito, histórico multianual de fluxos de caixas estáveis e recorrentes e ativos tangíveis que sejam usados como colateral por baixo custo, assegurando assim o débito.

O quarto item a se questionar é se devem os bancos ser ativos em governança corporativa, como ocorre no Japão e na maior parte da Europa Continental, ou mais silenciosos como nos EUA.

Tirole (2001, p. 3) afirma ainda que outro debate substancial é a remuneração da gestão da companhia. O autor defende que o alto nível da remuneração da diretoria executiva em países anglo-saxões é explicada pelos ineficientes incentivos providos pela companhia em termos de bônus e planos de *stock option* (planos de remuneração em que há o recebimento de opções de compra de ações da própria companhia) frente a sua produtividade marginal. Ainda nesses países há a sensibilidade de que a compensação da performance dos executivos da companhia não é proporcional ao alto nível de responsabilidade da gestão.

No mesmo estudo, Tirole (2001, p. 3) levanta outra questão: o valor incongruente do acionista. A decisão da gestão impacta investidores, mas também agentes externos em grande número que o autor chama de “*stakeholders* naturais”, como empregados, clientes, fornecedores e a comunidade local. Não há dúvidas de que essas externalidades são substanciais; por exemplo, o fechamento de uma planta (unidade de negócios) por determinação de funcionário de alto nível hierárquico tem dramáticas consequências para seus empregados e a economia local. Por que a instituição deveria ignorar os “*stakeholders* naturais” em favor dos acionistas, que seriam os “*stakeholders* por definição”, ao dar total controle dos direitos e por alinharem a remuneração da gestão com seus interesses?

O Viénot Report (2010, p. 14), a contrapartida francesa ao Relatório Cadbury, estabelece que o conselho de administração e a diretoria executiva são obrigados a seguir os “interesses sociais”, diferentemente dos acionistas, empregados, credores, fornecedores e clientes. Isso pode ser percebido em companhias alemãs, japonesas e francesas, que devem promover o crescimento, a longevidade e a segurança na relação de emprego, com o lucro mais como um

---

<sup>27</sup> Trata-se de conflito de agência. Evento que pode ocorrer quando acionistas desenvolvem oposição a algum aspecto de governança corporativa. Ativistas da empresa podem tentar persuadir os acionistas a utilizar os seus votos por procuração para instalar nova gestão. Em uma “luta de *proxy*” (em tradução livre), competem os *stakeholders* (como conselho de administração, diretoria, acionistas etc.). Muitas são as táticas usadas por esses operadores para permanecer no poder, incluindo haver anos diferentes de eleição para diretores e a criação de condições restritivas no regimento interno do conselho de administração. Exemplo de *proxy fight* ocorreu na Hewlett-Packard, quando a gestão da empresa procurou assumir a Compaq, sendo que os opositores da aquisição da Compaq perderam a luta.

instrumento do que uma meta. Exemplo dessa estrutura pode ser visto com conselho de administração de empresas alemãs que têm como membros acionistas, bancos, fornecedores, clientes e representantes dos empregados.

Sobre o tema, Berle e Means (1932, pp. 66-68)<sup>28</sup> afirmam que as decisões mais importantes, como distribuições de dividendos, financiamentos e estrutura de capital eram feitas pelos gestores ou pelos “*non-owner-managers*”. Enquanto os interesses dos acionistas não estavam em questões da gestão da companhia, mas no valor de negociação das ações que suas partes representavam.

Porém, a história dos Estados Unidos da América (EUA) é repleta de exemplos de como os minoritários sofreram nas mãos da diretoria, que, “protegia os interesses desses acionistas”, mas que conspiravam contra esses interesses. (FINDLAY e WILLIAMS, 1984, p. 24).

Para Gibbons (1976, p. 1393), a arte dos advogados das companhias era desenhar instrumentos que maximizariam a liberdade de agir dos gestores da empresa em usar “*corporate assets*” em proveito próprio, enquanto, ao mesmo tempo, minimizassem a prestação de contas (*accountability*) com acionistas.

A resposta para esses e outros abusos veio com o Securities Act de 1933 e Securities Exchange Act de 1934. Essas normas, contudo, não mudaram a estrutura básica de governança das companhias, visto que foram desenvolvidas para proteger a negociação de valores mobiliários. A estratégia do governo à época era não diminuir qualquer liberdade de agir dos gestores no uso dos instrumentos da companhia. A teoria era de que o “*full disclosure*” das companhias era capaz de exercer o controle que era requerido. (FINDLAY e WILLIAMS, 1984, p. 25).

Pode-se argumentar que a diretoria executiva não representa, nem se preocupa com os interesses da média dos acionistas, como faziam seus colegas da era Berle e Means. (FINDLAY e WILLIAMS, 1984, p. 25).

---

<sup>28</sup> Nesse sentido, Karpoff (1998) e Holderness (2003).

Embora originalmente o conselho de administração estabeleça objetivos e metas da companhia, delegue e delibere sobre as funções da diretoria e cobre e monitore as atividades desta, isso raramente acontece. Já em 1971, entre centenas de empresas norte-americanas analisadas, Mace (1971, p. 178) descobre que a gestão, e não o conselho de administração, realmente prove a empresa com objetivos, estratégias e políticas<sup>29</sup>.

## **2.4 A governança corporativa**

### **2.4.1 Conflito de agência**

O surgimento do mercado acionário, além de pulverizar a propriedade das companhias, separa a propriedade da gestão, por meio do conselho de administração e da diretoria executiva, fez surgir a necessidade da criação de mecanismos que alinhassem os interesses dos gestores aos dos acionistas, a fim de fazer com que os primeiros procurassem sempre agir no melhor interesse de todos os acionistas, entendido como a maximização da riqueza a partir do que foi investido.

Para Silveira (2005, p. 28) “o senso comum indica que empresas com uma estrutura de governança corporativa mais adequada às práticas recomendadas pelos agentes de mercado obtenham melhores resultados e também sejam melhor avaliadas pelo mercado no preço de suas ações do que empresas com uma estrutura de governança não tão adequada, *ceteris paribus*”.

A governança corporativa insere-se nessa temática, definida segundo Silveira (2005, p. 27) “como o conjunto de mecanismos internos e externos que visam a harmonizar a relação entre gestores e acionistas, dada a separação entre controle e propriedade”<sup>30</sup>.

---

<sup>29</sup> Nesse sentido, John e Senbet (1998) e Hermalin e Weisbach (2003).

<sup>30</sup> Nesse sentido, Denis (2001) e Shleifer e Vishny (1997).

Nesse contexto, Silveira (2005, p. 39) contextualiza com precisão o ambiente do conflito de agência:

A discussão sobre a necessidade de aprimoramento da governança corporativa nas empresas surgiu como resposta aos diversos registros de expropriação da riqueza dos acionistas por parte dos gestores. Estes registros decorrem do problema de agência, que ocorre quando os executivos tomam decisões com o intuito de maximizar sua utilidade pessoal e não a riqueza dos acionistas, motivo pelo qual são contratados. Desta forma, o entendimento do problema de governança corporativa passa pela compreensão de como ocorre o problema de agência nas empresas e de quais mecanismos poderiam ser empregados para sua diminuição.

Na encíclica *Mater et magistra*, o Papa João XXIII advertiu que a empresa deve ser transformada em uma verdadeira comunidade humana, “cujo espírito marque, profundamente, as relações, as funções e os deveres de cada um dos membros”. “De nenhum modo é lícito concluir”, insistiu S. Santidade, “que aqueles que nela trabalham diariamente devem ser tidos nas condições de meros e silenciosos executores de ordens, sem possibilidade de opinar ou de fazer a sua experiência, inteiramente passivos diante das decisões que afetam as suas pretensões e a organização do seu trabalho” (Requião, 2003, v. 2, p. 199).

Motta e Vasconcelos (2002, p. 144), ao citar Gouldner, reconhecem, por outro lado, que o conflito de agência pode derivar do sistema burocrático. Para Gouldner há dois efeitos derivados das tensões do sistema burocrático. Os *efeitos primários* consistem na divergência entre os interesses pessoais dos indivíduos e os objetivos formais do sistema organizacional. Para coordenar a ação dos indivíduos, objetivando a concretização das metas organizacionais, surgem as regras e os controles burocráticos que, por sua vez, produzem os *efeitos secundários*. Motta e Vasconcelos explicam que Gouldner trata ainda dos “problemas de transação” (*agency problems*), nos quais “toda transação social traz conflitos e tensões”, uma vez que os atores sociais possuem interesses divergentes que devem ser compatibilizados.

#### **2.4.2 Histórico da governança corporativa**

Lodi (2000, pp. 26 e 27) descreve bem a evolução desses cerca de 50 anos de governança corporativa no Brasil. Nas décadas de 1950 e 1960, caracterizadas pela presença forte do

acionista controlador familiar, os conselhos são utilizados como instrumentos de *lobby*, os conselheiros não conhecem o negócio do acionista gestor, além de serem inoperantes.

Na década de 1970 surgem grandes conselhos brasileiros em empresas como Alpargatas, Monteiro Aranha, Docas, Mappin, entre outras, o que sinaliza o início da independência e de maiores poderes (*empowerment*) do conselho. Em 1976 surge a primeira Lei das Sociedades Anônimas, a Lei n. 6.404, fixando competências do conselho de administração. Na década de 1980 iniciam-se os processos de abertura de capital, dos fundos de pensões, dos fundos de investimento e da participação de bancos, como o Bradesco, por exemplo. Surge o processo de valorização do acionista (*shareholder enhancement*). Nesse período, o Brasil é marcado pelo pequeno mercado de capitais, o qual envolvia apenas 80 empresas com liquidez.

Na década de 1990, há a ampliação de poderes para o conselho de administração. Por outro lado, grandes escândalos envolvendo pareceres de auditoria externas nos bancos ajudam a esclarecer o papel dos auditores: Nacional, Econômico, Bamerindus, Noroeste, Bandeirantes. Por fim, privatizações, fusões e aquisições aumentam a importância dos conselhos de administração.

Foi a década de 1990, nos EUA, que, segundo Lorsch (*apud* Harvard Business Review, 2001, p. 32), marcou a época em que o *empowerment* chegou aos conselhos de administração, ou seja, “os conselheiros externos passam a dispor de recursos e de autonomia para monitorar o desempenho da alta gerência e da empresa como um todo; para induzir a alta gerência a alterar a trajetória estratégica da empresa, caso seu desempenho não corresponda às expectativas do conselho de administração; e, em situações extremas, para mudar a própria liderança da empresa”.

Especificamente nos anos de 1992 e 1993, no cenário corporativo dos EUA e da Europa, nasce a governança corporativa, período em que ocorre a troca de famosos presidentes por pressão do conselho de administração, como na General Motors, American Express, IBM, Kodak, Sears, Time Warner, Compaq, entre outras companhias. Ainda em 1992, nasceu o *Cadbury Report* – código de melhores práticas de Governança Corporativa elaborado em

Londres por uma comissão criada pelo Banco da Inglaterra – e em 1994 a General Motors Corporate Governance Guidelines. Em 1996 surge o NACD Report e em 1997, o The Hempel Report. Finalmente, ainda em 1997, a reforma da Lei das Sociedades Anônimas, pela Lei n. 9.457, mantém as atribuições do conselho e aumenta o poder da CVM para fiscalizar.

Posto esse cenário, com o passar do tempo foram aparecendo os códigos das melhores práticas de governança corporativa. Lodi (2000, p. 27) considera suas causas ou fatores motivadores as crises por que passaram as grandes corporações mundiais e a pressão dos fundos de pensão e dos fundos de investimentos para obter maior transferência e prestação de contas.

Cronologicamente, os códigos mais importantes são:

- 1908: Fundado na Inglaterra o *Institute of Directors*;
- 1916: Fundado o *Conference Board*;
- 1977: Fundada nos Estados Unidos da América a NACD (*National Association of Corporate Directors*);
- 1992: *The Cadbury Report* – o primeiro de todos os códigos;
- 1997: *The Hampel Report*.

Em vista aos Comitês Cadbury, Greenbury e Hampel criando códigos de melhores práticas, Lodi (2000, p. 10) explica que a primeira e fundamental questão é se a empresa existe para atender aos seus acionistas ou para atender a seus *stakeholders*.

Segundo Carlsson (2001, p. 307), uma série de escândalos nos mercados corporativo e financeiro no final dos anos 1980 levou o governo do Partido Conservador inglês a deixar claro que medidas legislativas iriam ser tomadas caso o próprio mercado não se estruturasse de forma a prevenir a ocorrência de novos escândalos. Como consequência, criou-se um comitê destinado a revisar os aspectos de governança corporativa, denominado Comitê Cadbury.

Há grande menção à história da governança corporativa, a partir da criação da *Company Law Steering Group* em 1999, que deixou diversos ângulos da governança corporativa mais claros. São eles:

- i. Os Estados Unidos da América são vistos como apoiadores da “maximização do ganho do acionista”, enquanto a Alemanha é tida como a defensora do princípio do *stakeholder*, ou seja, dos interesses sociais;
- ii. Na Alemanha, as grandes empresas precisam ter conselhos em dois níveis, sendo que no conselho superior os sindicatos são representados por um “conselheiro do trabalho”, o qual gera conflitos em situações de demissão em massa, fechamento de uma fábrica ou fusão de duas fábricas, por exemplo;
- iii. Do debate entre acionistas e *stakeholders* surge o princípio do “conselheiro esclarecido”, ou seja: é dever da empresa maximizar os ganhos do acionista, porém fazendo isso de forma responsável, levando em conta o longo prazo. Assim, o conselheiro tem obrigações de longo prazo e de confiança para com empregados, fornecedores e clientes, mas deve assegurar o sucesso da empresa e seu dever fiduciário para com o acionista.

Na Itália, Lodi (2000, pp. 11-12) explica que o aparecimento da governança corporativa está ligado à batalha da compra de Telecom Itália pela Olivetti e ao Comitê Draghi, o qual fez a Itália migrar para o modelo anglo-saxão de governança.

Na França, segundo Lodi (2000, p. 12), o grande passo da governança corporativa foi a publicação em 1995 do Relatório Viénot, recomendando transparência pública para a remuneração dos diretores e conselheiros, a limitação de até cinco conselhos de modo que um conselheiro pode exercer o cargo, a maximização do ganho dos acionistas e a criação de comitês – especialmente os de auditoria e remuneração. “Mesmo com a demora para a aceitação dessas recomendações pela França, até o ano 2000, cerca de 87% das empresas listadas da Bolsa de Paris seguiam as recomendações”, explica Lodi.

A Alemanha sempre viu com cautela o modelo anglo-saxão, que ela considerou oportunista e de curto prazo. As grandes empresas alemãs até 1997 cultivavam o sigilo, a não transparência e a desconfiança. A transparência tornou-se marcante com a nova Bolsa de Frankfurt, com empresas listadas no estilo norte-americano da Nasdaq (*National Association of Securities Dealers*). Agora grandes empresas como Schering, Metro, Allianz, Deutsche Telekom, Dresner Bank, Deutsche Bank e Hoeschst estão listadas na Bolsa de Nova Iorque e, portanto, abrindo-se às melhores práticas de governança corporativa do mundo anglo-saxão.

Para Carlsson (2001, p. 308), o sistema de governança corporativa alemão possui três características distintas: o equilíbrio dos interesses dos *stakeholders* como objetivo preferencial frente à maximização da riqueza, a limitação do mercado de capitais no fornecimento de capital de risco, a gestão coletiva da empresa.

Parte do avanço da governança corporativa em vários países do mundo justifica-se, segundo Lodi (2000, p. 14), pelo aumento de investimentos de empresas no exterior. No ano de 1998, os investidores norte-americanos tinham ativos seis vezes maiores do que os ingleses e quatro vezes maiores do que os japoneses fora de seus países. Dá-se, portanto, apoio para que as melhores práticas norte-americanas de transparência, respeito à lei e valorização do acionista consigam se impor sobre o conservadorismo e atraso dos países de mercado aberto.

No Japão, o tema decorre da cultura coletivista da sociedade japonesa, com a busca do equilíbrio dos interesses dos *stakeholders* e a garantia de emprego vitalício para seus funcionários. Assim, segundo Carlsson (2001, p. 310), “uma consequência da política de emprego vitalício é a priorização, por parte das empresas, de metas de crescimento absoluto e de participação no mercado ao invés da maximização dos lucros”.

Para Lodi (2000, p. 16), os investidores institucionais dos países de economias avançadas, como os Estados Unidos, querem investir cada vez mais fora de seu mercado doméstico devido à saturação desses mercados de capitais. Mas os países emergentes que desejam atrair esses investimentos, concorrendo com outras nações, precisam adotar práticas para seduzir e

proteger os investidores. As crises que afetaram os tigres asiáticos, a Rússia e o Brasil tornaram ainda mais aguda essa necessidade.

A resposta para esses problemas está na adoção dos códigos de melhores práticas. Posto isso, o termo governança corporativa passou a ser o título de inúmeros seminários, cursos universitários e publicações em todo o mundo, especialmente nos Estados Unidos e na Inglaterra. O assunto passou a ser prioridade para a Comunidade Europeia, o Banco Mundial, o Fundo Monetário Internacional (FMI) e outras instituições privadas que editam seus códigos de melhores práticas e exigem o seu cumprimento pelos recebedores de seu dinheiro.

No Brasil, o IBGC lançou o primeiro código brasileiro, em conjunto com a BM&FBovespa, em maio de 1999. No conteúdo desses códigos traçam-se recomendações para os conselhos de administração e para o uso de auditorias externas independentes. Os investidores externos veem na adoção desses códigos pelos países que recebem investimentos internacionais um início de garantia de probidade, transparência e respeito às leis, para valorizar o retorno do investimento dos acionistas.

### **2.4.3 Definição de governança corporativa**

Do conceito fundamental de governança corporativa provida Berle e Means (1932), fundamentado na separação entre a propriedade e gestão, e na relação entre o “principal” (investidor, externo) e o “agente” (gestor, interno) (Tirole, 2001, p. 01), muitas entidades definiram o conceito de governança corporativa. Assim, podemos elencar alguns desses conceitos<sup>31</sup>:

- i. O IBGC (2009, p. 18) define como:

O sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre proprietários, conselho de administração, diretoria e órgãos de controle. As boas práticas de governança corporativa convertem princípios em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor da organização, facilitando seu acesso a recursos e contribuindo para sua longevidade;

---

<sup>31</sup> Além das citações incluídas neste tópico, na mesma linha estão: Ventura (2005) e Andrade e Rossetti (2004).

- ii. Já a CVM (2002, p. 01), em sua cartilha de recomendações sobre governança corporativa, define como:

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

- iii. Para Lodi (2000, pp. 13-19), é o “sistema de relacionamento entre os acionistas, os auditores independentes, os executivos da empresa e os conselheiros de administração, liderados por estes últimos”. Ou “o papel que os conselhos de administração passaram a exercer para melhorar o ganho dos acionistas, auditores externos, minoritários, conselhos fiscais (no Brasil) e os *stakeholders*, ou seja, empregados, credores e clientes”; ou, ainda “governança corporativa é um novo nome para o sistema de relacionamento entre acionistas, auditores independentes e executivos da empresa, liderado pelo conselho de administração”. Finalmente, “é o nome dado ao sistema de gestão das relações entre os acionistas, majoritários e minoritários, o conselho de administração, os auditores externos independentes e a diretoria da empresa”;
- iv. O Comitê Cadbury (Cadbury Committee, 1992) definiu como “o sistema pelo qual as companhias são dirigidas e controladas”. Assim, essa definição coloca os conselheiros no centro de qualquer discussão sobre o tema, pois o objetivo individual mais importante é a máxima preservação e valorização, no devido tempo, do investimento de seus acionistas. Os conselheiros são responsáveis pelas relações com os *stakeholders* (credores, fornecedores, empregados, cidadãos), mas são responsáveis pela prestação de contas aos acionistas;
- v. Para OCDE<sup>32</sup> (1999), “é o sistema segundo o qual as corporações de negócios são dirigidas e controladas. A estrutura da governança corporativa especifica a distribuição dos direitos e das responsabilidades entre os diferentes participantes da corporação, tais como o conselho de administração, os diretores executivos, os acionistas e outros interessados, além de definir as regras e procedimentos para a

---

<sup>32</sup> Sigla em português que significa Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (originalmente Organisation for Economic Co-operation and Development – OECD).

tomada e decisão em relação a questões corporativas. E oferece também bases por meio das quais os objetivos da empresa são estabelecidos, definindo os meios para se alcançarem tais objetivos e os instrumentos para se acompanhar o desempenho”;

- vi. Shleifer e Vishny (1997) definem como a forma pela qual os investidores da companhia asseguram o retorno de seus investimentos, ou no original: “*the ways in which the suppliers of finance to corporations assure themselves of getting a return on their investment*”;
- vii. Zingales (1995) e Williamson (1985) definem “*as the complex set of conditions that shape the outcome of the ex post bargaining over the quase-rents that are generated in the course of a relationship*”;
- viii. Tirole (2001, p. 4) define, por sua vez, como o desenho de instituições que induzem ou forçam a gestão em internalizar o bem-estar dos *stakeholders*.

#### **2.4.4 Ética e governança corporativa**

Empresas que se preocupam com sua reputação estão dando maior importância às questões éticas. As grandes companhias abertas, particularmente, estão sob pressão da sociedade para serem e parecerem empresas guiadas por princípios éticos. A ética, então, tornou-se uma atividade corporativa voltada para a reputação da companhia.

Organizações como a *Ethic Officer Association* e o *Institute of Business Ethics* reúnem diretores e gerentes que exercem funções de administradores de ética nas empresas, além de centenas de companhias associadas.

Lodi (2000, p. 133) ressalta que “a maioria das empresas ainda não distingue ética do mero cumprimento da lei (*compliance*), da ação preventiva do departamento jurídico, da auditoria interna, da área de recursos humanos, ou de relações públicas”.

Ética preocupa a todos, a começar pelos acionistas e, por isso, o conselho de administração tomou a si essa questão como parte da governança corporativa. Há uma convergência entre o movimento ético e a governança. O conselho de administração precisa assegurar que as diversas áreas ajam baseadas em princípios de conduta, fazendo essa pressão chegar aos advogados, auditores, gerentes de recursos humanos e de relações institucionais. O conselho deve, portanto, estimular a cultura ética na empresa.

No Brasil, o IBGC (2009, p. 56) considera que o diretor-presidente e a diretoria devem zelar pelo cumprimento do código de conduta da organização aprovado pelo conselho de administração, assim como destaca expressamente dentre as responsabilidades do conselho de administração o código de conduta (IBGC, 2009, p. 30).

O IBGC (2009, p. 66) defende ainda que toda organização deve ter um código de conduta que comprometa administradores e funcionários. O documento deve ser elaborado pela diretoria, de acordo com os princípios e políticas definidos pelo conselho de administração e por este aprovados. O código de conduta deve também definir responsabilidades sociais e ambientais. O código deve refletir adequadamente a cultura da empresa e enunciar, com total clareza, os princípios em que está fundamentado. Deve ainda apresentar caminhos para denúncias ou resolução de dilemas de ordem ética (canal de denúncias, *ombudsman*).

O código de conduta deve abranger o relacionamento entre conselheiros, diretores, sócios, funcionários, fornecedores e demais partes interessadas (*stakeholders*). Conselheiros e executivos não devem exercer sua autoridade em benefício próprio ou de terceiros. O código de conduta deve cobrir, principalmente, os seguintes assuntos: cumprimento das leis e pagamento de tributos, operações com partes relacionadas, uso de ativos da organização, conflito de interesses, informações privilegiadas, política de negociação das ações da empresa, processos judiciais e arbitragem, *whistle-blower*<sup>33</sup>, prevenção e tratamento de fraudes, pagamentos ou recebimentos questionáveis e recebimento de presentes e favorecimentos (IBGC, 2009, p. 66).

---

<sup>33</sup> Pessoa que informa as instâncias competentes sobre atividades ilegais e/ou imorais ou desvios de conduta por parte de pessoas relacionadas com a organização e que tenham potencial de afetá-la. As denúncias podem ser efetuadas a pessoas competentes dentro da organização ou reguladores, imprensa ou entidades públicas.

## 2.4.5 Códigos das melhores práticas de governança corporativa

Os investimentos externos, as fusões, as aquisições, as privatizações e a globalização criaram um novo cenário complexo e exigente. Se a empresa no passado recente era ainda dominada por uma só família em que o gestor se confundia com o controlador, hoje a composição societária mais complexa requer novas técnicas de relacionamento. As melhores práticas de governança corporativa são um nome para essas regras de conduta.

A partir de 1992 os códigos das melhores práticas de governança corporativa inspiraram a atuação de conselhos que substituíram presidentes e trocariam diretorias. O primeiro deles foi elaborado pela Comissão Cadbury, na Inglaterra, seguido pela National Association of Corporate Directors (NACD), pelo código do Calpers, pelo Código da General Motors e muitos outros.

O poderoso fundo Calpers, de funcionários públicos do Estado norte-americano da Califórnia, trouxe progressos à governança corporativa ao aumentar o diálogo, a transparência e a preocupação pelo valor do investidor.

No Brasil, Bengt Halqvist e João Bosco Lodi reuniram um grupo de amigos em 1995, criando o Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração – o IBCA – (atual IBGC), o qual elaborou o primeiro código brasileiro.

### 2.4.5.1 O Relatório Cadbury

Em 1991 o Banco da Inglaterra criou uma comissão para elaborar um código das melhores práticas de governança corporativa, para a qual designou Sir Adrian Cadbury, então *chairman* do comitê de assuntos financeiros do conselho de administração. A comissão era um trabalho conjunto da Bolsa de Valores de Londres, da entidade dos Controladores da Inglaterra e do Conselho de Relatórios Financeiros (Financial Reporting Council). O Relatório Cadbury (1992) inspirou-se na prática do mercado de capitais norte-americano, no

qual existem grandes blocos de ações detidos por fundos de pensão e fundos de investimento minoritários muito ativos, investidores institucionais, escritórios de advocacia muito agressivos, conselhos exigentes e a natureza geralmente litigiosa da sociedade.

Na Inglaterra, até o final da década de 1980, imperava o sistema dos *Old Boys Network*, ou Clube de Conselheiros, que participavam de conselhos de companhias uns dos outros, cruzando informações, interesses, favores e criando dificuldade para minoritários e *outsiders* em geral. Posto isso, a Comissão Cadbury tratou de “práticas” e não “regras” ou “normas”, como é próprio do espírito de liberdade britânica. O nome adotado foi, portanto, “Código de Melhores Práticas”.

O Código abrange temas principais de preocupação dos acionistas, da diretoria corporativa e dos membros dos conselhos. Seus principais temas são as responsabilidades do conselho, os membros do conselho, a importância de membros independentes no conselho e a necessidade de comitês do conselho, especificamente um comitê de auditoria, um comitê de remuneração. Além disso, o Código destaca diretamente que o conselho deveria manter um controle total e efetivo sobre a companhia, no qual um indivíduo dispõe de plenos poderes de decisão.

#### **2.4.5.2 O Relatório Hampel**

O Relatório Cadbury foi editado na Inglaterra em 1992, por uma comissão criada em 1991 e liderada por Sir Adrian Cadbury. Foi designado como seu *chairman*<sup>34</sup> Sir Ronald Hampel, presidente do Conselho da ICI (Imperial Chemical Industries) e, por isso, ficou conhecido como a Comissão e o Relatório Hampel.

A filosofia do relatório está na importância da governança corporativa quanto à contribuição para a prosperidade dos negócios e prestação de contas e seus constituintes. As empresas abertas são as organizações mais transparentes da sociedade, porque são obrigadas a abrir suas informações e decisões, naquilo que em inglês se chama de *accountability*, a

---

<sup>34</sup> Termo em inglês referente ao presidente do conselho de administração, como chamado no Brasil.

responsabilidade de prestação de contas. A boa governança corporativa pode dar uma significativa contribuição para prevenir práticas impróprias e fraude.

### **2.4.5.3 O código brasileiro de governança corporativa**

Há diversos códigos de melhores práticas de governança corporativa, mas o IBGC foi quem desenvolveu o primeiro deles. Elaborado com total independência, o IBGC ouviu entidades governamentais, entidades de mercado, associações de classe, associações profissionais e indivíduos de reconhecida competência na matéria.

O Códigos das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC<sup>35</sup>, em sua quarta edição publicada em setembro de 2009, enfatiza os quatro princípios fundamentais da governança corporativa: transparência, prestação de contas (*accountability*), equidade de tratamento dos acionistas e responsabilidade corporativa (acrescentada na última revisão do Código). Além disso, o Código dividi-se em seis partes: propriedade (acionista, quotista e sócios), conselho de administração, gestão (executivo principal e diretoria), auditoria independente, conselho fiscal e conduta e conflito de interesses.

### **2.4.6 O Novo Mercado da BM&FBovespa**

O crescimento dos mercados de capitais, resultante da liberalização dos investimentos em portfólio nos países desenvolvidos e emergentes, ampliou o debate, que passou a contemplar também a forma de representação dos interesses dos investidores institucionais nos diversos mercados em que atuam.

Nesse contexto, a BM&FBovespa (2009.a) definiu o Novo Mercado como “um segmento de listagem destinado à negociação de ações emitidas por companhias que se comprometam,

---

<sup>35</sup> Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/Download.aspx?Ref=Codigos&CodCodigo=47>>. Acesso em: jan. 2010.

voluntariamente, com a adoção de práticas de governança corporativa adicionais em relação ao que é exigido pela legislação”.

A valorização e a liquidez das ações são influenciadas positivamente pelo grau de segurança oferecido pelos direitos concedidos aos acionistas e pela qualidade das informações prestadas pelas companhias. Essa é a premissa básica do Novo Mercado.

A entrada de uma companhia no Novo Mercado ocorre por meio da assinatura de um contrato e implica a adesão a um conjunto de regras societárias, genericamente chamadas de “boas práticas de governança corporativa”, mais exigentes do que as presentes na legislação brasileira. Essas regras, consolidadas no Regulamento de Listagem do Novo Mercado<sup>36</sup>, ampliam os direitos dos acionistas, melhoram a qualidade das informações usualmente prestadas pelas companhias, bem como a dispersão acionária e, ao determinar a resolução dos conflitos societários por meio de uma Câmara de Arbitragem, oferecem aos investidores a segurança de uma alternativa mais ágil e especializada.

A principal inovação do Novo Mercado, em relação à legislação, é a exigência de que o capital social da companhia seja composto somente por ações ordinárias. Porém, esta não é a única. A companhia aberta participante do Novo Mercado tem como obrigações adicionais:

- Extensão para todos os acionistas das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia (*tag along*);
- Realização de uma oferta pública de aquisição de todas as ações em circulação, no mínimo, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação no Novo Mercado;

---

<sup>36</sup> Regulamento no qual requisitos para negociação de valores mobiliários de companhias abertas em segmento especial do Mercado de ações da Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBovespa), denominado Novo Mercado, estabelecendo regras de listagem diferenciadas para essas companhias, seus administradores e seu acionista controlador. (Bolsa de Valores de São Paulo, Regulamento de Listagem do Novo Mercado, p. 7). BM&FBovespa (2009.b).

- Conselho de Administração com mínimo de 5 (cinco) membros e mandato unificado de até 2 (dois) anos, permitida a reeleição. No mínimo, 20% (vinte por cento) dos membros deverão ser conselheiros independentes;
- Melhoria nas informações prestadas, adicionando às Informações Trimestrais (ITRs) – documento que é enviado pelas companhias listadas à CVM e à BM&FBovespa, disponibilizado ao público e que contém demonstrações financeiras trimestrais – entre outras: demonstrações financeiras consolidadas e a demonstração dos fluxos de caixa;
- Melhoria nas informações relativas a cada exercício social, adicionando às Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFPs) – documento que é enviado pelas companhias listadas à CVM e à BM&FBovespa, disponibilizado ao público e que contém demonstrações financeiras anuais – entre outras, a demonstração dos fluxos de caixa;
- Divulgação de demonstrações financeiras de acordo com padrões internacionais IFRS<sup>37</sup> ou US GAAP<sup>38</sup>;
- Melhoria nas informações prestadas, adicionando às informações anuais (IANs) – documento que é enviado pelas companhias listadas à CVM e à BM&FBovespa, disponibilizado ao público e que contém informações corporativas – entre outras: quantidade e características dos valores mobiliários de emissão da companhia detidos pelos grupos de acionistas do conselho fiscal, bem como a evolução dessas posições;
- Realização de reuniões públicas com analistas e investidores, ao menos uma vez por ano;

---

<sup>37</sup> Sigla em inglês referente a International Financial Reporting Standards.

<sup>38</sup> Sigla em inglês referente a United States Generally Accepted Accounting Principles.

- Apresentação de um calendário anual, do qual conste a programação dos eventos corporativos, tais como assembleias, divulgação de resultados etc.;
- Divulgação dos termos dos contratos firmados entre a companhia e as partes relacionadas;
- Divulgação, em bases mensais, das negociações de valores mobiliários e derivativos de emissão da companhia por parte dos acionistas controladores;
- Manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% (vinte e cinco por cento) do capital social da companhia;
- Quando da realização de distribuições públicas de ações, adoção de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital;
- Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado para resolução de conflitos societários.

Além de presentes no Regulamento de Listagem, alguns desses compromissos deverão ser aprovados em assembleias gerais e incluídos no estatuto social da companhia.

A BM&FBovespa definiu conjunto de normas de conduta para empresas, administradores e controladores consideradas importantes para uma boa valorização das ações e de outros ativos emitidos pela companhia e para o devido cumprimento das boas práticas de governança corporativa. A adesão a essas práticas pode ser gradual, dependendo do grau de compromisso assumido pela empresa, em três blocos de obrigações e práticas diferenciadas: Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado.

A seguir, a tabela 2 mostra comparativo entre os segmentos de listagem tradicional, Nível 1, Nível 2, Novo Mercado e o Bovespa Mais, bem como as principais diferenças entre as regras para listagem.

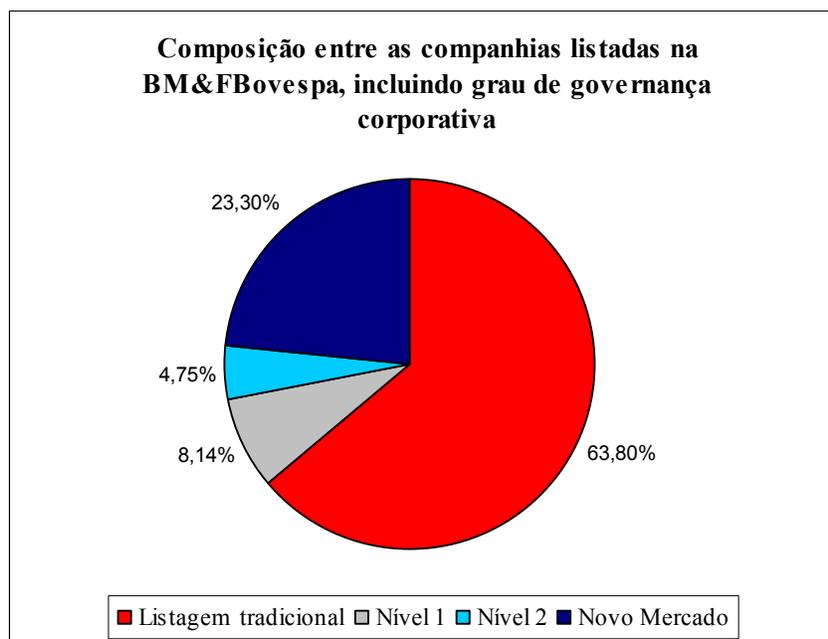
**Tabela 2: Comparativo dos segmentos de listagem.**

Comparativo dos segmentos de listagem					
	Bovespa Mais	Novo Mercado	Nível 2	Nível 1	Tradicional
Percentual mínimo de ações em circulação ( <i>free float</i> )	25% de <i>free float</i> até o sétimo ano de listagem, ou condições mínimas de liquidez	No mínimo 25% de <i>free float</i>	No mínimo 25% de <i>free float</i>	No mínimo 25% de <i>free float</i>	Não há regra
Características das ações emitidas	Somente ações ON podem ser negociadas e emitidas, mas é permitida a existência de PN	Permite a existência somente de ações ON	Permite a existência de ações ON e PN (com direitos adicionais)	Permite a existência de ações ON e PN	Permite a existência de ações ON e PN
Conselho de administração	Mínimo de três membros (conforme legislação)	Mínimo de cinco membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes	Mínimo de cinco membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes	Mínimo de três membros (conforme legislação)	Mínimo de três membros (conforme legislação)
Demonstrações financeiras atuais em padrão internacional	Facultativo	US GAAP ou IFRS	US GAAP ou IFRS	Facultativo	Facultativo
Concessão de <i>tag along</i>	100% para ações ON	100% para ações ON	100% para ações ON 80% para ações PN	80% para ações ON (conforme legislação)	80% para ações ON (conforme legislação)
Adoção da Câmara de Arbitragem do Mercado	Obrigatório	Obrigatório	Obrigatório	Facultativo	Facultativo

Fonte: BM&FBovespa

Atualmente, é crescente o número de companhias que emitem suas ações seguindo as regras de governança corporativa, seja integralmente (por meio do Novo Mercado) ou por seus níveis de acesso (Nível 1 e Nível 2). Contudo, conforme o gráfico 3 a seguir, predominam as empresas da listagem comum com representação de 63,80%. As companhias listadas nos segmentos Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado somam 46, 20%.

**Gráfico 3: Composição entre as companhias listadas na BM&FBovespa, incluindo grau de governança corporativa.<sup>39</sup>**

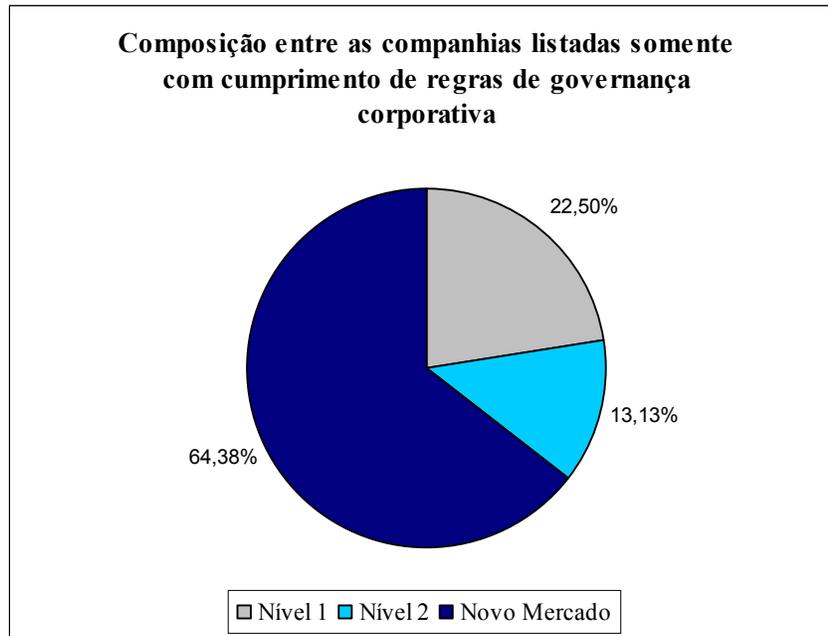


Fonte: BM&FBovespa

Quanto à composição entre as companhias listadas somente com cumprimento de regras de governança corporativa, destaca-se a participação do Novo Mercado com 64,38% do total de companhias. O Nível 2 tem 13,13% e o Nível 1 conta 22,50% das emissões seguindo suas regras de listagem. Vale ressaltar que as companhias que ingressaram no mercado de capitais seguindo as regras de governança preferem o Novo Mercado aos Níveis 1 e 2. O Nível 1 foi, por sua vez, o nível preferido pelas companhias que já haviam emitido suas ações antes da existência de níveis diferenciados de governança corporativa. O gráfico 4 a seguir ilustra essa proporção.

<sup>39</sup> O Bovespa Mais não está incluído no gráfico por ter apenas uma companhia listada.

**Gráfico 4: Composição entre as companhias listadas na BM&FBovespa, incluindo somente grau de governança corporativa.**



Fonte: BM&FBovespa

#### 2.4.6.1 Companhias Nível 1

As Companhias Nível 1 se comprometem, principalmente, com melhorias na prestação de informações ao mercado e com a dispersão acionária. Para serem classificadas como companhias detentoras de padrão de governança corporativa Nível 1 (“Companhias do Nível 1”) exige-se que as empresas<sup>40</sup>:

- i. tenham assinado o Contrato de Adoção de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa Nível 1;
- ii. mantenham percentual mínimo de ações em circulação, inclusive, após uma operação de alienação de controle, quando o comprador, se necessário, tomará as medidas cabíveis para recompor esse percentual, dentro dos 6 (seis) meses

<sup>40</sup> BM&FBovespa (2009.d). Regulamento de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa Nível 1.

subsequentes à referida operação, e na ocorrência de um aumento de capital que não tenha sido integralmente subscrito por quem tinha direito de preferência ou que não tenha contado com número suficiente de interessados na respectiva distribuição pública;

- iii. elaborem e divulguem demonstrações financeiras e informações trimestrais observando os requisitos específicos com relação ao fluxo de caixa, aos requisitos adicionais para as ITRs e aos requisitos adicionais para as informações anuais (IANs);
- iv. realizem as reuniões públicas com analistas;
- v. divulguem calendário anual nos termos de itens específicos;
- vi. atendam às especificidades em caso de contratos com o mesmo grupo;
- vii. observem os procedimentos estabelecidos no item que trata da dispersão acionária, nos casos de distribuição pública de ações;
- viii. apresentem prospectos, em distribuições públicas, que atendam aos requisitos específicos;
- ix. estabeleçam a obrigatoriedade de o acionista controlador prestar informações segundo o item que trata do dever de informar;
- x. não tenham partes beneficiárias;

- xi. exijam que os novos administradores eleitos subscrevam o Termo de Anuência dos Administradores, condicionando a posse nos respectivos cargos à assinatura desse documento, cuja cópia deverá ser imediatamente enviada à BM&FBovespa, exceto se a referida obrigação de subscrever o Termo estiver prevista no estatuto da companhia;
- xii. exijam que o comprador, em caso de alienação de controle da companhia, subscreva o Termo de Anuência dos Controladores, sendo que enquanto o comprador não subscrever o referido termo: (i) o acionista controlador alienante não transferirá a propriedade de suas ações; e (ii) a companhia não registrará qualquer transferência de ações para o comprador, devendo uma cópia desse termo ser imediatamente enviada à BM&FBovespa.

As demonstrações financeiras da companhia e as demonstrações consolidadas a serem elaboradas após o término de cada trimestre (excetuando o último trimestre) e de cada exercício social, devem, obrigatoriamente, incluir demonstração dos fluxos de caixa, a qual indicará, no mínimo, alterações ocorridas no saldo de caixa e equivalentes de caixa, segregadas em fluxos das operações, dos financiamentos e dos investimentos.

Essa demonstração dos fluxos de caixa deve ser iniciada, no máximo, seis meses após a assinatura do Contrato de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa Nível 1.

Nas DFPs, a companhia deverá incluir, em notas explicativas, a demonstração dos fluxos de caixa tratadas acima.

Nas Informações Trimestrais, além das informações obrigatórias previstas na legislação, a companhia deverá:

- i. apresentar o balanço patrimonial consolidado, a demonstração do resultado consolidado e o comentário de desempenho consolidado, se estiver obrigada a apresentar demonstrações consolidadas ao fim do exercício social;

- ii. A apresentação dessas informações deve ser iniciada, no máximo, 6 (seis) meses após a assinatura do Contrato de Adoção de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa Nível 1.
- iii. informar a posição acionária por espécie e classe de todo aquele que detiver mais de 5% (cinco por cento) das ações de cada espécie e classe do capital social da companhia, de forma direta ou indireta, até o nível de pessoa física;
- iv. informar de forma consolidada a quantidade e as características dos valores mobiliários de emissão da companhia de que sejam titulares, direta ou indiretamente, os grupos de acionista controlador, administradores e membros do conselho fiscal;
- v. informar a evolução da participação das pessoas abrangidas pelo item anterior, em relação aos respectivos valores mobiliários, nos 12 (doze) meses imediatamente anteriores;
- vi. incluir a demonstração dos fluxos de caixa tratadas em notas explicativas;
- vii. informar a quantidade de ações em circulação, por espécie e classe, e sua porcentagem em relação ao total de ações emitidas.

As informações previstas nos itens anteriores (ii), (iii), (iv) e (vi) devem ser incluídas no quadro “Outras informações” que a companhia entenda relevantes.

As informações trimestrais deverão ser sempre acompanhadas de relatório de revisão especial emitido por auditor independente devidamente registrado na CVM, observando a metodologia especificada nas normas editadas por essa autarquia.

As informações previstas nos itens (iii) e (iv) acima também devem ser incluídas nas informações anuais da companhia no quadro “Outras informações” consideradas importantes para melhor entendimento da companhia.

A companhia e os administradores deverão, pelo menos uma vez ao ano, realizar reunião pública com analistas e quaisquer outros interessados, para divulgar informações quanto à sua respectiva situação econômico-financeira, de projetos e perspectivas.

A companhia e os administradores deverão enviar à BM&FBovespa e divulgar, até o final de janeiro de cada ano, um calendário anual, informando sobre eventos corporativos programados e contendo no mínimo as informações constantes do Anexo A do Regulamento do Nível 1. Eventuais alterações subsequentes em relação aos eventos programados deverão ser enviadas à BM&FBovespa e divulgadas imediatamente.

Em toda e qualquer distribuição pública de ações, a companhia deverá envidar melhores esforços a fim de alcançar dispersão acionária, com adoção de procedimentos especiais, os quais constarão no respectivo prospecto, tais como garantia de acesso a todos os investidores interessados ou distribuição a pessoas físicas ou a investidores não institucionais de, no mínimo, 10% (dez por cento) do total a ser distribuído.

Além das demais exigências aplicáveis por força da legislação vigente e dos regulamentos editados por entidades de autorregulação, os prospectos relativos às distribuições públicas feitas pela companhia deverão observar os seguintes requisitos mínimos:

- i. ser enviados à BM&FBovespa e divulgados;
- ii. ser redigidos em linguagem clara e acessível, evitando termos legais ou técnicos e remissões a outros documentos e textos normativos;

- iii. incluir índice e sumário descrevendo seu conteúdo, de forma a tornar sua consulta o mais fácil e direta possível;
- iv. apresentar atualizadas as informações prestadas à CVM para a obtenção do registro de companhia aberta para negociação em bolsa e da respectiva distribuição pública;
- v. incluir telefone e correio eletrônico para contato com o diretor de relações com investidores;
- vi. incluir estudo de viabilidade econômico-financeira, nos casos e na forma prevista na legislação editada pela CVM;
- vii. incluir descrição dos fatores de risco, assim entendido todo e qualquer fato relativo à companhia e ao seu mercado de atuação que possa afetar a decisão do potencial investidor quanto à aquisição dos valores mobiliários em questão, incluindo, mas sem limitação:
  - a ausência de um histórico operacional da companhia;
  - as dificuldades financeiras enfrentadas pela companhia;
  - os riscos inerentes à atividade que a companhia desenvolve ou irá desenvolver;
  - informar as atividades da companhia, tais como:

- descrição dos negócios, processos produtivos e mercados de sua atuação e de suas subsidiárias;
  - fatores macroeconômicos que exerçam influência sobre seus negócios;
  - listagem dos produtos e/ou serviços oferecidos e a participação percentual destes na receita total;
  - descrição de produtos e/ou serviços em desenvolvimento;
  - relacionamento com fornecedores e clientes;
  - relação de dependência dos mercados nacionais e/ou estrangeiros;
  - efeitos da ação governamental em seus negócios e regulamentação específica de suas atividades (se houver);
  - informações sobre patentes, marcas e licenças;
  - contratos relevantes celebrados e possíveis efeitos em seus negócios que possam ser causados por renegociações contratuais;
  - número de funcionários e política de recursos humanos; e
  - principais concorrentes nos mercados em que atua.
- viii. apresentar análise e discussão de sua administração a respeito das demonstrações financeiras, explicando:
- as razões das variações das contas de suas demonstrações de resultados, tomando por referência ao menos os últimos 3 (três) exercícios sociais;
  - impacto da inflação; e
  - sua capacidade de pagamento face aos seus compromissos financeiros.

- ix. incluir descrição de todos os valores mobiliários emitidos pela companhia, indicando claramente os respectivos direitos que lhes são atribuídos e demais características, isto é, espécie, forma de remuneração e local de negociação, bem como o histórico da cotação dos valores mobiliários (quando houver);
- x. descrever os processos judiciais, arbitrais e/ou administrativos em curso, com indicação de valores relevantes envolvidos, perspectivas de êxito e informação sobre provisionamento;
- xi. informar todo e qualquer negócio jurídico celebrado entre a companhia e suas controlada(s) e coligada(s), seus administradores, seu acionista controlador, e, ainda, entre companhia e sociedade(s) controlada(s) e coligada(s) dos administradores e do acionista controlador, assim como entre outras sociedades que com quaisquer dessas pessoas integre um mesmo grupo de fato e de direito;
- xii. incluir descrição de todo e qualquer ato ou transação que ocorrerá durante o período da distribuição pública e que possa afetar o preço dos valores mobiliários objetos dessa distribuição;
- xiii. apresentar as qualificações pessoais e experiência profissional dos administradores e dos membros do conselho fiscal, assim como a política de remuneração e os benefícios da companhia; e
- xiv. informar a posição acionária por espécie e classe de todo aquele que detiver mais de 5% (cinco por cento) das ações de cada espécie e classe do capital social da companhia, de forma direta ou indireta, até o nível de pessoa física.

Na ocorrência de um aumento de capital que não tenha sido integralmente subscrito por quem tinha direito de preferência ou que não tenha contado com número suficiente de interessados na respectiva distribuição pública, a subscrição total ou parcial de tal aumento de capital pelo

acionista controlador obrigá-lo-á a tomar as medidas necessárias para recompor o percentual mínimo de ações em circulação dentro dos 6 (seis) meses subsequentes à homologação da subscrição.

O acionista controlador fica obrigado a comunicar à BM&FBovespa a quantidade e as características dos valores mobiliários de emissão da companhia de que seja titular direta ou indiretamente, inclusive seus derivativos. Tal comunicação deverá ser feita imediatamente após a aquisição do poder de controle.

Quaisquer negociações que vierem a ser efetuadas, relativas aos valores mobiliários e seus derivativos de que trata esse item, deverão ser comunicadas em detalhe à BM&FBovespa, informando-se inclusive o preço, no prazo de 10 (dez) dias após o término do mês em que se verificar a negociação.

A companhia poderá descontinuar o exercício de Práticas Diferenciadas de Governança corporativa Nível 1 a qualquer tempo, desde que tal decisão seja (i) aprovada previamente em assembleia geral de acionistas, e (ii) comunicada à BM&FBovespa por escrito com antecedência prévia de 30 (trinta) dias.

A descontinuidade das Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa Nível 1 não eximirá a companhia, os administradores e o acionista controlador de cumprir as obrigações e atender as exigências decorrentes do contrato de adoção de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa Nível 1 e que tenham origem em fatos anteriores à descontinuidade das Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa Nível 1.

A BM&FBovespa, visando a preservar o bom cumprimento das Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa Nível 1, enviará notificação escrita à companhia, aos administradores e ao acionista controlador, conforme o caso, que descumprir total ou parcialmente qualquer das obrigações decorrentes desse mesmo regulamento, fixando-lhe prazo para sanar, quando couber, tal descumprimento.

A companhia, os administradores ou o acionista controlador, conforme o caso, ficará(ão) sujeitos ao pagamento de multas, na forma prevista em regulamento específico, podendo ainda ser aplicadas as sanções previstas, sem prejuízo de outras penalidades cabíveis nos termos da legislação vigente e do pagamento das perdas e danos, que incluirão os lucros cessantes que vierem a ser apurados.

A seguir, na tabela 3, segue a relação de companhias presentes no Nível 1.

**Tabela 3: Relação de companhias listadas no Nível 1.**

RELAÇÃO DE COMPANHIAS – NÍVEL 1	
BCO BRADESCO S. A.	CTEEP – CIA TRANSMISSÃO ENERGIA ELÉTRICA PAULISTA
BCO CRUZEIRO DO SUL S. A.	FIBRIA CELULOSE S. A.
BCO DAYCOVAL S. A.	FRAS-LE S. A.
BCO ESTADO DO RIO GRANDE DO SUL S. A.	GERDAU S. A.
BCO INDUSTRIAL E COMERCIAL S. A.	ITAÚ UNIBANCO HOLDING S. A.
BCO INDUSVAL S. A.	ITAÚSA INVESTIMENTOS ITAU S. A.
BCO PANAMERICANO S. A.	KLABIN S. A.
BCO PINE S. A.	MANGELS INDUSTRIAL S. A.
BRADSPAR S. A.	METALÚRGICA GERDAU S. A.
BRASKEM S. A.	PARANÁ BCO S. A.
CENTRAIS ELET. BRAS. S. A. - ELETROBRAS	PARANAPANEMA S. A.
CESP – CIA ENERGÉTICA DE SAO PAULO	RANDON S. A. IMPLEMENTOS E PARTICIPAÇÕES
CIA BRASILEIRA DE DISTRIBUIÇÃO	SÃO PAULO ALPARGATAS S. A.
CIA ENERGÉTICA DE MINAS GERAIS – CEMIG	SUZANO PAPELE CELULOSE S. A.
CIA FIAÇÃO TECIDOS CEDRO CACHOEIRA	ULTRAPAR PARTICIPAÇÕES S. A.
CIA PARANAENSE DE ENERGIA – COPEL	UNIPAR UNIÃO DE IND PETROQS. A.
CONFAB INDUSTRIAL S. A.	USINAS SID DE MINAS GERAIS S. A. – USIMINAS
	VALE S. A.

Fonte: BM&FBovespa, maio de 2010

#### 2.4.6.2 Companhias Nível 2

Para a classificação como Companhia Nível 2, além da aceitação das obrigações contidas no Nível 1, a empresa e seus controladores adotam um conjunto bem mais amplo de práticas de governança e de direitos adicionais para os acionistas minoritários.

Todas essas regras estão consolidadas em um regulamento de listagem, cuja adesão é voluntária. Os compromissos assumidos pela companhia, seus controladores e seus administradores são firmados em contrato entre essas partes e a BM&FBovespa.

Abaixo, passa-se a analisar o Regulamento de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa Nível 2<sup>41</sup>. Especificamente, destacam-se apenas os pontos e as cláusulas superiores às obrigações estabelecidas pelo Regulamento de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa Nível 1.

A autorização para negociação no Nível 2 de governança corporativa é mais sofisticado quando comparado ao Nível 1. O Superintendente Geral da BM&FBovespa concede autorização para negociação no Nível 2 de governança corporativa para a companhia que preencher condições mínimas.

As condições e prerrogativas para a companhia exigidas no Nível 1 são necessárias. Além disso, as companhias precisam de:

- i. requerimento assinado pelo Diretor de Relações com Investidores;
- ii. declaração assinada pelo diretor de relações com investidores;
- iii. cópia da documentação apresentada à CVM para a obtenção do registro de companhia para negociação em bolsa ou, no caso de companhia já aberta, para a atualização de registro referente ao último exercício social;
- iv. cópia das informações sobre os trimestres (ITR) do exercício social em curso, desde que transcorridos os prazos regulamentares para sua entrega;

---

<sup>41</sup> BM&FBovespa (2009.c). Regulamento de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa Nível 2.

- v. cópia do estatuto social atualizado, adaptado a cláusulas mínimas divulgadas pela BM&FBovespa;
- vi. cópia das atas das assembleias gerais e das reuniões do conselho de administração realizadas nos últimos 12 (doze) meses anteriores ao pedido de registro;
- vii. cópia das demonstrações financeiras referentes aos 3 (três) últimos exercícios sociais, quando for o caso;
- viii. cópia da documentação apresentada à CVM para a obtenção do registro de distribuição de valores mobiliários mediante oferta pública, se for o caso; e
- ix. modelo dos títulos múltiplos representativos das ações ou indicação do agente emissor dos certificados ou da instituição financeira depositária de ações escriturais.

No mais, é reservado à BM&FBovespa o direito de solicitar maiores esclarecimentos ou informações à companhia interessada em obter a autorização para negociar no Nível 2 de governança corporativa – o que não está estabelecido para o Nível 1.

As companhias detentoras de padrão de governança corporativa Nível 2 (Companhias Nível 2) devem observar, além dos requisitos exigidos para o Nível 1, as seguintes exigências:

- i. atender aos procedimentos específicos em caso de cancelamento de registro de companhia aberta;
- ii. observar, na eleição do conselho de administração, o mandato unificado de, no máximo, 2 (dois) anos e outras disposições específicas;
- iii. comprometer-se a resolver toda e qualquer disputa ou controvérsia relacionada a esse regulamento, ao contrato de adoção de Práticas Diferenciadas de Governança

Corporativa Nível 2 e às suas relações com administradores e acionistas por meio de arbitragem, nos termos do Regulamento de Arbitragem da Câmara de Arbitragem da BM&FBovespa; e

- iv. se tiverem emitido ações preferenciais, conferir direito de voto a essa espécie de ações, no mínimo, nas seguintes matérias:
  - a. transformação, incorporação, fusão ou cisão da companhia;
  - b. aprovação de contratos entre a companhia e o acionista controlador, diretamente ou por meio de terceiros, assim como de outras sociedades nas quais o acionista controlador tenha interesse, sempre que, por força de disposição legal ou estatutária, sejam deliberados em assembleia geral;
  - c. avaliação de bens destinados à integralização de aumento de capital da companhia;
  - d. escolha de empresa especializada para determinação do valor econômico da companhia, conforme especificidades da BM&FBovespa;
  - e. alteração ou revogação de dispositivos estatutários que alterem ou modifiquem quaisquer das exigências previstas no item referente ao laudo de avaliação, ressalvado que esse direito a voto prevalecerá enquanto estiver em vigor o contrato de adoção de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa Nível 2.

No regulamento de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa Nível 1 não há menção quanto aos conselhos de administração e fiscal.

No Nível 2, por outro lado, o conselho de administração será composto por, no mínimo, 5 (cinco) membros, eleitos pela assembleia geral, dos quais, no mínimo, 20% (vinte por cento) deverão ser conselheiros independentes. O conselheiro eleito mediante faculdade prevista pelo art. 141, §§ 4º e 5º ou pelo art. 239 da Lei 6.404/76 (LSA) será considerado independente.

Ou seja, será considerado independente o conselheiro eleito quando na eleição dos conselheiros, for facultado aos acionistas que representem, no mínimo, 0,1 (um décimo) do capital social com direito a voto, esteja ou não previsto no estatuto, requerer a adoção do processo de voto múltiplo, atribuindo-se a cada ação tantos votos quantos sejam os membros do conselho, e reconhecido ao acionista o direito de cumular os votos num só candidato ou distribuí-los entre vários (LSA, artigo 141<sup>1</sup>); e eleito em votação em separado na assembleia geral, excluído o acionista controlador, a maioria dos titulares, respectivamente (LSA, artigo 141, § 4º) de ações de emissão de companhia aberta com direito a voto, que representem, pelo menos, 15% (quinze por cento) do total das ações com direito a voto (LSA, artigo 141, § 4º, I), ou de ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito de emissão de companhia aberta, que representem, no mínimo, 10% (dez por cento) do capital social, que não houverem exercido o direito previsto no estatuto, em conformidade com o artigo 18 (LSA, artigo 141, § 4º, II).

Quando nem os titulares de ações com direito a voto e nem os titulares de ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito perfizeram, respectivamente, o *quorum* exigido nos incisos I e II do § 4, ser-lhes-á facultado agregar suas ações para elegerem em conjunto um membro e seu suplente para o conselho de administração, observando-se, nessa hipótese, o *quorum* exigido pelo inciso II do § 4º (LSA, artigo 141, § 5º).

Aquele eleito, se maior número não lhes couber pelo processo de voto múltiplo, assegurado à minoria o direito de eleger um dos conselheiros (LSA, artigo 239).

A qualificação como conselheiro independente será expressamente declarada na ata da assembleia geral que o eleger.

A companhia deverá exigir que todos os novos membros do conselho de administração e da diretoria subscrevam o termo de anuência dos administradores, condicionando a posse nos respectivos cargos à assinatura desse documento.

Os membros do conselho fiscal terão, além dos deveres e das responsabilidades estabelecidos pela legislação societária vigente, a adesão ao Regulamento de Arbitragem.

A companhia deverá exigir que todos os membros eleitos para compor seu conselho fiscal, quando instalado, subscrevam termo de anuência.

Além das práticas diferenciadas previstas no Nível 1 de governança corporativa, as informações exigidas no Nível 2 avançam no registro do compromisso arbitral e nas informações contábeis em padrões internacionais.

Com relação ao compromisso arbitral, as DFPs devem informar, no relatório da administração, sobre a existência e a vinculação da cláusula compromissória de arbitragem.

Por outro lado, sobre os padrões internacionais de informações, após o encerramento de cada exercício social a companhia deverá, adicionalmente ao previsto na legislação vigente:

- i. elaborar demonstrações financeiras ou demonstrações consolidadas, conforme previsto nos padrões internacionais IFRS ou US GAAP, em reais ou dólares americanos, que deverão ser divulgadas na íntegra, em inglês, acompanhadas do relatório da administração, de notas explicativas que informem inclusive o lucro líquido e o patrimônio líquido apurados ao final do exercício, segundo os princípios contábeis brasileiros e a proposta de destinação do resultado, e do parecer dos auditores independentes; ou
- ii. divulgar, no idioma inglês, a íntegra das demonstrações financeiras, o relatório da administração e as notas explicativas, elaborados de acordo com a legislação

societária brasileira, acompanhadas de nota explicativa adicional que demonstre a conciliação do resultado do exercício e do patrimônio líquido apurados segundo os critérios contábeis brasileiros e segundo os padrões internacionais IFRS ou US GAAP, conforme o caso, evidenciando as principais diferenças entre os critérios contábeis aplicados, e do parecer dos auditores independentes.

A adoção do critério de elaboração das demonstrações financeiras de acordo com padrões internacionais deverá ocorrer, no máximo, a partir da divulgação das demonstrações financeiras referentes ao segundo exercício após a assinatura do contrato de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa Nível 2 e sua divulgação deverá ocorrer, no máximo, 4 (quatro) meses após o término do exercício social.

Os auditores independentes contratados pela companhia, além de serem registrados na CVM, deverão possuir experiência comprovada no exame de demonstrações financeiras elaboradas de acordo com os padrões internacionais IFRS ou US GAAP, conforme o caso, respondendo a companhia pelo atendimento dessa formalidade.

A companhia deverá apresentar a íntegra das informações trimestrais traduzidas para o idioma inglês ou, então, apresentar demonstrações financeiras ou demonstrações consolidadas conforme previsto nos padrões internacionais IFRS ou US GAAP, as quais deverão ser acompanhadas de parecer ou de relatório de revisão especial dos auditores independentes.

A única exigência complementar às feitas ao Nível 1 ao se tratar de distribuições públicas refere-se aos detalhes dos prospectos em que, no Nível 2, se faz necessário informar a existência e a vinculação à cláusula compromissória de arbitragem.

Não houve exigências específicas no Nível 1 sobre alienação de controle. Por isso, o Nível 2 passa a tratar do tema e obriga as companhias listadas nesse nível a alterar substancialmente o forma de alienação, conforme segue abaixo.

A alienação de controle da companhia, tanto por meio de uma única operação, como por meio de operações sucessivas, deverá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente se obrigue a efetivar oferta pública de aquisição das demais ações dos outros acionistas da companhia, observando as condições e os prazos previstos na legislação vigente e no regulamento de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa Nível 2, de forma a lhes assegurar tratamento igualitário àquele dado ao acionista controlador alienante.

O acionista controlador alienante e o comprador deverão entregar imediatamente à BM&FBovespa declaração contendo o preço e as demais condições da operação de alienação de controle da companhia, quando (i) houver cessão onerosa de direitos de subscrição de ações e de outros títulos ou direitos relativos a valores mobiliários conversíveis em ações, que resulte na alienação do controle da companhia; ou (ii) em caso de alienação de controle de sociedade que detenha o poder de controle da companhia, sendo que, nesse caso o acionista controlador alienante ficará obrigado a declarar à BM&FBovespa o valor atribuído à companhia nessa alienação e anexar documentação que comprove esse valor.

Quando a companhia tiver emitido ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito, a oferta pública aos detentores dessas ações preferenciais deverá ser realizada por um valor mínimo de 80% (oitenta por cento) do valor oferecido aos detentores de ações ordinárias.

Aquisição de controle por meio de aquisições sucessivas. Aquele que já detiver ações de companhias do Nível 2 e que venha a adquirir o poder de controle destas, em razão de contrato particular de compra de ações celebrado com o acionista controlador, envolvendo qualquer quantidade de ações, estará obrigado a:

- i. efetivar a oferta pública; e

- ii. ressarcir os acionistas de quem tenha comprado ações em bolsa nos 6 (seis) meses anteriores à data da alienação de controle, a quem deverá pagar a diferença entre o preço pago ao acionista controlador alienante e o valor pago em bolsa, por ações da companhia nesse período, devidamente atualizado.

Qualquer divergência, em especial, quanto à existência, validade, eficácia, aplicação, interpretação, violação e seus efeitos seja: (i) da alienação de controle da companhia; e/ou (ii) da obrigatoriedade de realização de oferta pública ou relativa às condições desta, será dirimida por meio de arbitragem a ser instituída e processada pela Câmara de Arbitragem, de acordo com as regras do seu Regulamento de Arbitragem.

O acionista controlador alienante não transferirá a propriedade de suas ações enquanto o comprador não subscrever o termo de anuência dos controladores.

A companhia não registrará acordo de acionistas que disponha sobre o exercício do poder de controle enquanto os seus signatários não subscreverem o termo de anuência dos controladores.

Após uma operação de alienação de controle de companhia do Nível 2, o comprador, quando necessário, deverá tomar as medidas cabíveis para recompor o percentual mínimo de ações em circulação dentro dos 6 (seis) meses subsequentes à aquisição do controle.

No Nível 2, o cancelamento do registro de companhia aberta exigirá a elaboração de laudo de avaliação de suas ações pelo respectivo valor econômico, devendo tal laudo ser elaborado por instituição ou empresa especializada, com experiência comprovada e independência quanto ao poder de decisão da companhia, de seus administradores e/ou acionista controlador, além de satisfazer os requisitos do § 1º do artigo 8º, da Lei das Sociedades por Ações, e conter a responsabilidade prevista no § 6º do mesmo artigo<sup>42</sup>.

---

<sup>42</sup> LSA, artigo 8º, § 1º: “Os peritos ou a empresa avaliadora deverão apresentar laudo fundamentado, com a indicação dos critérios de avaliação e dos elementos de comparação adotados e instruídos com os documentos

A escolha da instituição ou empresa especializada responsável pela determinação do valor econômico da companhia é de competência privativa da assembleia geral, a partir da apresentação, pelo conselho de administração, de lista tríplice, devendo a respectiva deliberação, não se computando os votos em branco, e cabendo a cada ação, independentemente de espécie ou classe, o direito a um voto, ser tomada pela maioria dos votos dos acionistas representantes das ações em circulação presentes naquela assembleia, que se instalada em primeira convocação, deverá contar com a presença de acionistas que representem, no mínimo, 20% (vinte por cento) do total de ações em circulação, ou que se instalada em segunda convocação, poderá contar com a presença de qualquer número de acionistas representantes das ações em circulação.

Os custos de elaboração do laudo de avaliação deverão ser assumidos integralmente pelo ofertante.

Na oferta pública de aquisição de ações, a ser feita pelo acionista controlador ou pela companhia, para o cancelamento do registro de companhia aberta, o preço mínimo a ser ofertado deverá corresponder ao valor econômico apurado no laudo de avaliação tratado acima.

Quando for informada ao mercado a decisão de se proceder ao cancelamento de registro de companhia aberta, o ofertante deverá divulgar o valor máximo por ação ou lote de mil ações pelo qual formulará a oferta pública, a qual ficará condicionada a que o valor apurado no laudo de avaliação não seja superior ao valor divulgado pelo ofertante.

Se o valor econômico das ações for superior ao valor informado pelo ofertante, a decisão de se proceder ao cancelamento do registro de companhia aberta ficará revogada, exceto se o

---

relativos aos bens avaliados, e estarão presentes à assembleia que conhecer do laudo, a fim de prestarem as informações que lhes forem solicitadas".

LSA, artigo 8º, § 6º: "Os avaliadores e o subscritor responderão perante a companhia, os acionistas e terceiros, pelos danos que lhes causarem por culpa ou dolo na avaliação dos bens, sem prejuízo da responsabilidade penal em que tenham incorrido; no caso de bens em condomínio, a responsabilidade dos subscritores é solidária".

ofertante concordar expressamente em formular a oferta pública pelo valor econômico apurado, devendo o ofertante divulgar ao mercado a decisão que tiver adotado.

O cancelamento do registro de companhia aberta seguirá os procedimentos e atenderá as demais exigências estabelecidas nas normas aplicáveis por força da legislação vigente, especialmente aquelas constantes das normas editadas pela CVM sobre a matéria e respeitados os preceitos constantes desse regulamento.

A companhia poderá descontinuar o exercício de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa Nível 2 a qualquer tempo, desde que tal decisão seja (i) aprovada previamente em assembleia geral de acionistas, e (ii) comunicada à BM&FBovespa por escrito com antecedência prévia de 30 (trinta) dias, como já é exigido das companhias que estão no Nível 2 indiretamente por ser obrigação do Nível 1.

A previsão de arbitragem é estipulada a partir do Nível 2. Por isso, a BM&FBovespa, as companhias do Nível 2, seus acionistas controladores, seus administradores e membros do conselho fiscal comprometem-se a resolver toda e qualquer disputa ou controvérsia relacionada ou oriunda do regulamento de listagem, do contrato de adoção de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa Nível 2, das cláusulas compromissórias, em especial, quanto à sua aplicação, validade, eficácia, interpretação, violação e seus efeitos, por meio de arbitragem, perante a Câmara de Arbitragem, nos termos do seu Regulamento de Arbitragem.

As empresas listadas na BM&FBovespa no Nível 2 são mostradas a seguir na tabela 4:

**Tabela 4: Relação de companhias listadas no Nível 2.**

RELAÇÃO DE COMPANHIAS – NÍVEL 2
ALL AMÉRICA LATINA LOGÍSTICA S. A.
ANHANGUERA EDUCACIONAL PARTICIPAÇÕES S. A.
BCO ABC BRASIL S. A.
BCO SANTANDER (BRASIL) S. A.
BCO SOFISA S. A.
CENTRAIS ELÉT. DE SANTA CATARINA S. A.
ELETROPAULO METROP. ELET. SÃO PAULO S. A.
GOL LINHAS AÉREAS INTELIGENTES S. A.
KROTON EDUCACIONAL S. A.
MARCOPOLO S. A.
MULTIPLAN – EMPREEND. IMOBILIÁRIOS S. A.
NET SERVICOS DE COMUNICACAO S.A.
SANTOS BRASIL PARTICIPAÇÕES S. A.
SARAIVA S. A. LIVREIROS EDITORES
SEB – SISTEMA EDUCACIONAL BRASILEIROS S. A.
SUL AMÉRICA S. A.
TAM S. A.
TRANSMISSORA ALIANÇA DE ENERGIA ELÉTRICA S. A.
UNIVERSO ONLINE S. A.

Fonte: BM&FBovespa, maio 2010

### 2.4.6.3 Empresas no Novo Mercado

As empresas no Novo Mercado da BM&FBovespa precisam obrigatoriamente cumprir as exigências descritas para o Nível 1 e Nível 2, presentes no Regulamento de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa Nível 1 e Nível 2, respectivamente. Abaixo, seguem as exigências adicionais e específicas para a listagem Novo Mercado<sup>43</sup>.

O Superintendente Geral da BM&FBovespa poderá conceder autorização para negociação no Novo Mercado para a companhia que, além das exigidas para o nível 1 e 2, tenha seu capital social dividido exclusivamente em ações ordinárias, exceto em casos de desestatização, caso se trate de ações preferenciais de classe especial que tenham por fim garantir direitos políticos diferenciados, sejam intransferíveis e de propriedade do ente desestatizante, devendo referidos direitos ter sido objeto de análise prévia pela BM&FBovespa;

<sup>43</sup> BM&FBovespa (2009.b). Regulamento de listagem do Novo Mercado.

Excepcionalmente e para fins de transição, quando o poder de controle da companhia vier a ser exercido de forma difusa (controle difuso), os membros do conselho de administração poderão ser eleitos, uma única vez, com mandato unificado de até 3 (três) anos.

Em consequência do cancelamento da autorização da companhia para negociar no Novo Mercado, além das obrigações contraídas já aplicadas ao Nível 2, os valores mobiliários da companhia não poderão voltar a ser negociados no Novo Mercado por um período mínimo de 2 (dois) anos, contados da data do cancelamento, salvo se a companhia tiver o seu controle acionário alienado após a formalização do cancelamento.

Nos itens relacionados a: (i) arbitragem, (ii) conselho fiscal da companhia, (iii) informações periódicas e eventuais que devem ser prestadas, (iv) distribuições públicas, (v) alienação de controle, (vi) negociação de valores mobiliários e seus derivativos por acionistas controladores, (vii) cancelamento de registro de companhia aberta, (viii) saída do Novo Mercado, (ix) disposições gerais, e (x) disposições finais não houve qualquer nova obrigação senão aquelas já constadas do Regulamento de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa Nível 1 e 2.

As empresas listadas no Novo Mercado são relacionadas a seguir, conforme tabela 5. Esse segmento é o que mais recebe empresas com interesses em adotar práticas diferenciadas de governança corporativa e, por isso, acumula o maior número de companhias listadas comparativamente aos Níveis 1 e 2.

Vale destacar que o Novo Mercado é o mais aceito pelos investidores como alternativa para alocação de recursos, o que facilita o acesso ao capital dado o processo de emissão de ações e outros valores mobiliários.

**Tabela 5: Relação de companhias listadas no Novo Mercado.**

RELAÇÃO DE COMPANHIAS – NOVO MERCADO	
AÇÚCAR GUARANI S. A.	INPAR S.A.
AGRE EMPREENDIMENTOS IMOBILIÁRIOS S. A.	IOCHPE MAXION S.A.
ALIANSE SHOPPING CENTERS S. A.	JBS S.A.
AMERICAN BANKNOTE S. A.	JHSF PARTICIPAÇÕES S. A.
AMIL PARTICIPAÇÕES S. A.	JÚLIO SIMÕES LOGÍSTICA S.A.
B2W – COMPANHIA GLOBAL DO VAREJO	LIGHT S.A.
BCO BRASIL S.A.	LLX LOGÍSTICA S. A.
BEMATECH S.A.	LOCALIZA RENT A CAR S.A.
BHG S.A. – BRAZIL HOSPITALITY GROUP	LOG-IN LOGÍSTICA INTERMODAL S. A.
BMFBovespa S.A. BOLSA VALORES MERC FUT	LOJAS RENNER S.A.
BR MALLS PARTICIPAÇÕES S. A.	LPS BRASIL – CONSULTORIA DE IMÓVEIS S. A.
BR PROPERTIES S.A.	LUPATECH S.A.
BRASIL BROKERS PARTICIPAÇÕES S. A.	M. DIAS BRANCOS S.A. IND. COM. DE ALIMENTOS
BRASILEC DIESEL IND. COM. BIO. OL. VEG. S. A.	MAGNESITA REFRAATÓRIOS S. A.
BRASILAGRO – CIA BRAS DE PROP AGRÍCOLAS	MARFRIG ALIMENTOS S. A.
BRF - BRASIL FOODS S.A.	MARISA S.A.
BROOKFIELD INCORPORAÇÕES S.A.	MEDIAL SAÚDE S. A.
CAMARGO CORREA DESENV. IMOBILIÁRIO S. A.	METALFRIO SOLUTIONS S.A.
CETIP S.A. - BALCÃO ORG. ATIVOS E DERIV.	MILLS ESTRUTURAS E SERVIÇOS DE ENG. S.A.
CIA CONCESSÕES RODOVIÁRIAS	MINERVA S.A.
CIA HERING	MMX MINERAÇÃO E METÁLICOS S. A.
CIA PROVIDÊNCIA INDÚSTRIA E COMÉRCIO	MPX ENERGIA S.A.
CIA SANEAMENTO BÁSICO EST. SÃO PAULO	MRV ENGENHARIA E PARTICIPAÇÕES S. A.
CIA SANEAMENTO DE MINAS GERAIS-COPASA MG	MULTIPLUS S.A.
CIELO S.A.	NATURA COSMÉTICOS S. A.
COSAN S.A. INDÚSTRIA E COMÉRCIO	OBRASCON HUARTE LAIN BRASIL S.A.
CPFL ENERGIA S.A.	ODONTOPREV S.A.
CR2 EMPREENDIMENTOS IMOBILIÁRIOS S. A.	OGX PETRÓLEO E GÁS PARTICIPAÇÕES S. A.
CREMER S.A.	OSX BRASIL S.A.
CSU CARDSYSTEM S.A.	PDG REALTY S.A. EMPREEND E PARTICIPAÇÕES
CYRELA BRAZIL REALTY S.A. EMPREEND E PART	PORTO SEGURO S.A.
CYRELA COMMERCIAL PROPERT S.A. EMPR PART	PORTOBELLO S.A.
DIAGNÓSTICOS DA AMERICA S. A.	POSITIVO INFORMÁTICA S.A.
DIRECIONAL ENGENHARIA S.A.	PROFARMA DISTRIB PROD FARMACÊUTICOS S.A.
DROGASIL S.A.	REDECARD S.A.
DURATEX S.A.	RENAR MACAS S.A.
ECORODOVIAS INFRAESTRUTURA E LOGÍSTICA S.A.	RESTOQUE COMÉRCIO E CONFECÇÕES ROUPAS S.A.
EDP - ENERGIAS DO BRASIL S.A.	RODOBENS NEGÓCIOS IMOBILIÁRIOS S.A.
EMBRAER-EMPRESA BRAS DE AERONÁUTICAS S. A.	ROSSI RESIDENCIAL S.A.
EQUATORIAL ENERGIA S.A.	SÃO CARLOS EMPREEND. E PARTICIPAÇÕES S. A.
ESTÁCIO PARTICIPAÇÕES S. A.	SÃO MARTINHO S. A.
ETERNIT S.A.	SLC AGRÍCOLA S. A.
EVEN CONSTRUTORA E INCORPORADORA S.A.	SPRINGS GLOBAL PARTICIPAÇÕES S. A.
EZ TEC EMPREEND. E PARTICIPAÇÕES S. A.	TARPON INVESTIMENTOS S.A.
FERTILIZANTES HERINGER S.A.	TECNISA S.A.
FLEURY S.A.	TEGMA GESTÃO LOGÍSTICA S. A.
GAFISA S.A.	TEMPO PARTICIPAÇÕES S. A.
GENERAL SHOPPING BRASIL S.A.	TIVIT TERC. DE PROC., SERV. E TEC. S.A.
GRENDENE S.A.	TOTVS S.A.
HELBOR EMPREENDIMENTOS S.A.	TPI - TRIUNFO PARTICIP. E INVEST. S. A.
HYPERMARCAS S.A.	TRACTEBEL ENERGIA S.A.
IDEIASNET S.A.	TRISUL S.A.
IGUA TEMI EMPRESA DE SHOPPING CENTERS S.A.	WEG S.A.
INDÚSTRIAS ROMI S.A.	

Fonte: BM&amp;FBovespa, maio de 2010

#### **2.4.6.4 Bovespa Mais**

Segundo a BM&FBovespa (2010), o Bovespa Mais é o segmento de listagem do mercado de balcão organizado, administrado pela própria BM&FBovespa idealizado para tornar o mercado acionário brasileiro acessível a um número maior de empresas, em especial, àquelas que sejam particularmente atrativas aos investidores que buscam investimentos de médio e longo prazo e cuja preocupação com o retorno potencial sobrepõe-se à necessidade de liquidez imediata.

As empresas candidatas ao Bovespa Mais são aquelas que desejam ingressar no mercado de capitais de forma gradativa, ou seja, que acreditam na ampliação gradual da base acionária como o caminho mais adequado à sua realidade, destacando-se as de pequeno e médio porte que buscam crescer, utilizando o mercado acionário como uma importante fonte de recursos.

No Bovespa Mais, os investidores encontrarão companhias com firme propósito e compromisso de se desenvolver no mercado, o que é refletido na adoção de elevados padrões de governança corporativa; na busca da liquidez das suas ações; e na postura pró-ativa para conquista de investidores.

Atualmente, há apenas uma companhia listada nesse segmento, a Nutriplant Indústria e Comércio S. A.

#### **2.4.6.5 Câmara de Arbitragem**

A BM&FBovespa instituiu uma Câmara de Arbitragem do Mercado, com base nos dispositivos da Lei n. 9.307/96<sup>44</sup>.

---

<sup>44</sup> A Lei n. 9.307, de 23 de setembro de 1996, dispõe sobre a arbitragem. A lei reza que as pessoas capazes de contratar poderão valer-se da arbitragem para dirimir litígios relativos a direitos patrimoniais disponíveis (art. 1º). As partes poderão escolher, livremente, as regras de direito que serão aplicadas na arbitragem, desde que não haja violação aos bons costumes e à ordem pública (art. 2, § 1º).

A Câmara de Arbitragem do Mercado tem a finalidade de atuar na solução de eventuais conflitos que possam surgir em razão, da aplicação, validade, eficácia, violação, interpretação das disposições contidas na Lei das S. A.s, nos estatutos sociais das companhias, nas normas editadas pelo Conselho Monetário Nacional, pelo Banco Central do Brasil e pela Comissão de Valores Mobiliários, nos regulamentos da BM&FBovespa inclusive no Regulamento do Novo Mercado, Nível 2 e contratos correlatos, e nas demais normas aplicáveis ao funcionamento do mercado de capitais em geral.

Por meio de regras próprias, a Câmara de Arbitragem do Mercado proporciona uma alternativa para solução de controvérsias, com a vantagem de trazer mais agilidade e economia, menos formalismo, além de árbitros especializados nas matérias a serem decididas.

## **2.5 O sistema legal de um país e a governança corporativa**

Jensen (1993) reconhece o sistema legal como um mecanismo de governança corporativa, mas o caracteriza como um instrumento limitado para lidar efetivamente com os problemas de agência entre os gestores e acionistas.

Denis e McConnell (2003, p. 4) dizem que, em termos práticos, estudos que examinam evidências em países isolados, indicam breves pistas para o estudo dos efeitos do sistema legal nas companhias presentes no regime legal do país analisado.

A hipótese de La Porta et al. (1998)<sup>45</sup> é de que o sistema legal é de fundamental importância para os mecanismos de governança corporativa. Eles argumentam que a extensão com que a legislação de um país protege os direitos de um investidor e a extensão com que essas leis são cumpridas são as mais básicas determinantes formas com que as finanças corporativas e a governança corporativa envolvem esse país. Esse estudo ainda mostra evidências de que a comparação entre os sistemas legais de diferentes países e suas respectivas estruturas de

---

<sup>45</sup> Nesse sentido, Denis e McConnell (2003) e Gibson (2003).

governança corporativa permitem a compreensão do funcionamento de mecanismos específicos como conselhos de administração.

Ainda nesse estudo, as evidências empíricas indicam que há significantes diferenças no grau de proteção ao investidor, nos países estudados, e que os países em que a proteção ao investidor é menor são geralmente caracterizados por alta concentração de ações por acionista. La Porta et al. (1998) ainda mensuram a concentração acionária em cada país, computando o percentual total de ações dos três maiores acionistas para cada um dos dez maiores mercados domésticos, de empresas não financeiras. A mediana é de 45% entre os 49 países pesquisados. Sendo que os EUA têm 20% de grau de concentração, o mais baixo da amostra. Somente seis países estão abaixo dos 30% de empresas que concentram acionistas.

Os 49 países foram agrupados em quatro grupos: países da *common law*; países da lei civil francesa<sup>46</sup>; países da lei civil alemã; e países da lei civil escandinava. Os resultados mostraram que: a legislação do *common law* promove mais forte grau de proteção ao acionista, enquanto os países que adotam a lei civil francesa têm a menor proteção; e, o *enforcement of the law* é mais forte nos países com leis civis alemãs e escandinavas, quando comparadas aos países da *common law* e, com ainda menor grau, nos países da lei civil francesa.

A concentração de acionistas deve ser a razoável resposta para o lapso na proteção de investidores. Se a lei não protege os acionistas dos controladores, os acionistas desejariam ser controladores. Nessa linha, La Porta et al. (1998) afirmam que o conflito de agência entre gestores e acionistas (o primeiro conflito em que a maior parte das pesquisas sobre governança corporativa se concentram nos EUA) não é significativo, porque grandes acionistas têm incentivos e habilidade de controlar a gestão. Por outro lado, a alta concentração de ações leva ao conflito de agência entre o acionista controlador e os minoritários.

---

<sup>46</sup> O Código Civil Francês, promulgado por Napoleão Bonaparte em 1810, influenciou a criação da legislação civil brasileira à época em que o Reino português se instalara no Brasil por conta da invasão espanhola a Portugal (Hobsbawm, 1977).

Para Gibson (2003, p. 246), embora os mecanismos de governança corporativa sejam claramente diferentes de acordo com o sistema legal, os resultados produzidos pela governança não têm óbvia diferença de acordo com o sistema legal.

O sistema legal de um país não afeta a relação do *turn over* do principal executivo da companhia e a performance da firma, o que mostra a eficiência da governança corporativa (Gibson, 2003, p. 246).

Em seu estudo, Gibson (2003) testou se a governança corporativa é ineficiente em mercados emergentes ao estimar a correlação entre o *turn over* do principal executivo e a performance da companhia, em mais de 1200 empresas de oito países emergentes (Brasil, Chile, Índia, Coreia, Malásia, México, Taiwan e Tailândia). Gibson encontrou dois resultados: primeiro, os CEOs de empresas de mercados emergentes em geral perdem seus empregos quando a performance da firma é ruim; e segundo, no grupo de empresas com grande acionistas domésticos há ligação entre o *turn over* do CEO e a performance da empresa. Finalmente, a conclusão do autor é que, para companhias em países emergentes, a governança corporativa aparenta ser ineficiente.

## **2.6 Pesquisas realizadas no estudo da importância da governança corporativa**

Muitos estudos foram feitos para medir o grau de correlação entre os membros de um conselho de administração e o valor e a rentabilidade da companhia. Embora não se tenha encontrado um estudo que analise a relação dos membros de um conselho de administração e a existência formal de diretoria jurídica.

Já outros estudos publicados buscavam a mensuração dos impactos da adoção de práticas de governança corporativa no mercado de capitais brasileiro. Muitos desses estudos pretendem quantificar e explicar se a aplicação de boas práticas de governança corporativa em companhia de fato gera valor para essa empresa, agrega na geração de resultados, valoriza suas ações na bolsa de valores e aumenta a rentabilidade.

Erhardt et al. (2003) relacionam a diversidade demográfica de conselho de administração com sua performance. Com dados coletados entre 1993 e 1998, das 127 maiores empresas norte-americanas, a relação é feita entre retorno sobre ativos e investimentos versus o percentual de mulheres nesse conselho. O resultado da correlação e regressão indicam que a diversidade do conselho de administração é positivamente associada os indicadores financeiros e a performance da companhia.

Em linha mais abrangente, Carter et al. (2003) estudam a relação entre o conselho de administração e o valor da companhia para aquelas listadas na “Fortune 1000”, ou seja, as mil maiores companhias dos EUA, segundo a revista norte-americana *Fortune*. Nesse trabalho, diversidade do conselho de administração é definida pelo percentual de mulheres, afro-americanos, asiáticos e hispânicos. Depois de segregar o tamanho das empresas e setor de atuação, os resultados mostraram positiva correlação entre o tamanho da diversidade do conselho e o tamanho da empresa. Outros resultados de destaque foram: a proporção de mulheres e outras diversidades aumenta, conforme aumentou o tamanho da empresa; e, há uma correlação negativa entre o percentual de mulheres no conselho de administração e a média de idade do conselho.

Bhagat e Black (1999), por outro lado, levantam dúvidas quanto à correlação da composição de um conselho de administração de uma companhia e sua performance. Ao tratar do conselheiro independente, esse trabalho não encontrou evidências da correlação entre um conselho mais independente e maior lucratividade e crescimento mais rápido da companhia. Não houve suporte empírico para afirmar que as empresas devessem ter conselhos independentes com apenas um ou dois membros internos no conselho de administração. Ao contrário, há evidências de que empresas com excesso de conselheiros independentes são menos lucrativas que outras. Esse estudo aconselha que a composição do conselho de administração seja de 3 (três) a 5 (cinco) membros independentes em um conselho de 7 (sete). As duas explicações possíveis para esse resultado são: as informações possuídas pelo conselheiro interno e o valor da interação entre diferentes tipos de conselheiros, que trazem diferentes forças para o conselho.

Na mesma linha, Hermalin e Weisbach (2000) fazem um apanhado da literatura e dos estudos empíricos sobre membros de conselhos de administração. Tipicamente esses estudos procuram responder uma das seguintes questões: Como são as características do conselho estão relacionadas à lucratividade? Como essas características afetam os atos dos conselheiros? Quais fatores afetam a evolução do conselho? Por trás desses estudos, algumas conclusões emergiram, notavelmente, o fato da composição do conselho não parecer predicar a performance corporativa, enquanto o tamanho do conselho tem uma negativa correlação com a performance.

Em outro estudo Hermalin e Weisbach (1991) trataram a questão da efetividade do conselho de administração poder ser melhorado pela mudança de sua composição como caso especial. Concluíram que argumentos sobre certos tipos de estrutura de governança serem preferíveis a outras, implicam algumas companhias adotarem subotimizadas estruturas de governança.

Já na linha dos estudos que foram publicados buscando a mensuração dos impactos da adoção de práticas de governança corporativa no mercado de capitais brasileiro, Silveira (2005) investiga se a estrutura de governança corporativa foi relevante para as companhias abertas brasileiras de 1998 a 2000 e se as companhias adequadas às recomendações do IBGC e da CVM alcançaram maior valor de mercado ou melhor desempenho.

Três variáveis de governança foram consideradas: separação dos cargos de diretor-executivo e presidente do conselho, tamanho e independência do conselho. Utilizou-se uma regressão múltipla do tipo seção transversal entre as variáveis dependentes de valor e desempenho e as variáveis independentes de governança corporativa. A variável diretor-executivo como presidente do conselho apresentou resultados mais importantes, com forte evidência de que, em média, as empresas que têm pessoas distintas ocupando os cargos de diretor-executivo e presidente do conselho são mais valorizadas pelo mercado. A variável tamanho do conselho apresentou relação com desempenho da empresa certamente não linear, sugerindo que as empresas com um número intermediário de conselheiros alcançam melhor desempenho. A variável independência do conselho não apresentou relação significativa com as variáveis de valor e desempenho.

Silveira (2006) propôs nova pesquisa com objetivo de avaliar se os mecanismos de governança são exógenos e se exercem influência sobre o valor de mercado e a rentabilidade das companhias abertas no Brasil. A pesquisa foi dividida em três partes inter-relacionadas. A primeira parte investigou os determinantes da qualidade da governança corporativa, isto é, os fatores que fazem com que algumas empresas apresentem um nível de governança maior do que outras submetidas a um mesmo ambiente contratual. Como aproximação para a qualidade da governança corporativa, construiu-se um índice de governança para as 161 companhias componentes da amostra. O resultado principal dessa primeira parte sugere que a estrutura de propriedade influencia a qualidade da governança corporativa. Especificamente, encontrou-se uma relação negativa significativa entre o excesso de direito de voto em posse do acionista controlador e a qualidade da governança. Os resultados também indicaram que as empresas maiores, emissoras de ADRs (American Depositary Receipt) e com melhor desempenho apresentam, em média, melhor governança corporativa.

A segunda parte do estudo investigou os determinantes da concentração da propriedade, isto é, os fatores que fazem com que o acionista controlador detenha um percentual maior de ações nas companhias abertas. Aplicando técnicas de dados em painel para o período de 1998 a 2002, os resultados indicaram que a concentração da propriedade não parece ser determinada de forma endógena por outras variáveis corporativas. Os resultados, todavia, dependem do método de estimação dos coeficientes empregado, já que se obteve significância estatística pelo método dos Mínimos Quadrados Ordinários mas não pelos procedimentos de Efeitos Aleatórios e de Efeitos Fixos, que se mostraram mais adequados.

A terceira parte da pesquisa investigou a relação entre governança e desempenho por meio de diferentes abordagens econométricas em escala crescente de complexidade. Os resultados não indicaram uma influência significativa e consistente da qualidade da governança sobre o desempenho das empresas, já que houve mudança no sentido da relação entre o nível de governança e algumas variáveis de desempenho quando foi aplicada a abordagem de equações simultâneas, em relação aos resultados obtidos nas regressões múltiplas com equações isoladas. Das variáveis de desempenho testadas, Q de Tobin foi a que mostrou a relação positiva mais consistente com a qualidade da governança. Como outros resultados importantes, observou-se que as empresas com menor concentração do direito de voto em

posse do controlador, menor nível de endividamento, maior proporção de intangíveis, maior tamanho, emissoras de ADRs e com ações mais líquidas apresentaram, em média, melhor desempenho. A discrepância dos resultados obtidos na relação entre governança corporativa e desempenho, em função da abordagem econométrica empregada, destaca a necessidade de um maior desenvolvimento da teoria sobre governança corporativa, de forma a melhor especificar, por meio de equações estruturais, os relacionamentos entre os diferentes mecanismos de governança.

Securato e Securato (2002) apresentaram um estudo introdutório sobre indicador de governança corporativa obtido por meio da relação dívida/patrimônio líquido. Procurou-se estabelecer uma relação ótima para cada empresa entre retorno e grau de alavancagem da empresa para em seguida verificar se essa relação tem sido mantida por esta. Esse estudo foi dirigido para as empresas da área de siderurgia e se obtiveram evidências da relação proposta.

Para tanto, foi estabelecida uma regressão para o prêmio da ação ordinária na qual, entre as várias parcelas envolvidas, uma delas era a alavancagem financeira e outra, o seu quadrado, o que levaria à possibilidade de uma relação ótima entre dívida e patrimônio.

O trabalho mostrou a existência de evidências sobre a possibilidade de obter-se um indicador para a relação dívida/patrimônio líquido que caracteriza uma empresa ou empresas de um mesmo setor ou ainda um perfil de governança corporativa, o qual possa ser considerado padrão.

Barros et al. (2004) investigam os determinantes da concentração das ações ordinárias em posse dos acionistas controladores das companhias abertas brasileiras. A análise visa a entender os fatores que fazem com que uma empresa tenha estrutura de controle mais concentrada do que outras submetidas a um mesmo ambiente contratual.

Foram aplicados o método dos Mínimos Quadrados Ordinários e os procedimentos de Efeitos Aleatórios e Efeitos Fixos para um painel de 161 empresas entre os anos de 1998 e 2002. O

resultado principal é que os aspectos endógenos testados como possíveis determinantes não parecem influenciar a concentração do direito de controle nas companhias abertas brasileiras.

Os resultados, todavia, dependem do método de estimação dos coeficientes, apresentando significância estatística apenas pelo método dos Mínimos Quadrados Ordinários. Esse método, entretanto, se mostrou menos adequado do que os procedimentos por Efeitos Aleatórios e por Efeitos Fixos, cujos resultados não indicaram significância estatística para os coeficientes de quaisquer variáveis.

Os resultados evidenciam a importância da utilização de métodos de estimação alternativos. Além disso, obtém-se uma evidência em favor dos estudos que visam a avaliar a influência da estrutura de propriedade e controle sobre o desempenho corporativo, já que as variáveis de concentração da propriedade não parecem ser determinadas de forma endógena por outras variáveis corporativas.



### 3. O MÉTODO

O presente trabalho tem como primeiro objetivo identificar quais dados são relevantes para suportar pesquisa sobre o impacto da existência de diretorias jurídicas no desempenho das companhias que negociam ações na Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBovespa). O segundo objetivo é, com os dados destacados no primeiro objetivo, verificar se as companhias listadas na BM&FBovespa apresentam desempenho financeiro distinto, quanto ao valor e rentabilidade, pela formalização de diretorias jurídicas.

Para cumprir o primeiro objetivo apresentado, os dados foram coletados em duas bases distintas. A primeira foi o Relatório de Informações Anuais (IAN), que as empresas de capital aberto remetem periodicamente e compulsoriamente à Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Esses dados possibilitaram a obtenção de dados para verificar junto às companhias a existência do cargo jurídico na diretoria executiva (como diretor jurídico, superintendente jurídico, vice-presidente jurídico, entre outros). A segunda foi o banco de dados do Economática, utilizados para avaliar e comparar o desempenho financeiro nos testes realizados para o valor (Q de Tobin) e rentabilidade (ROA).

Para melhor organizar este capítulo, a metodologia é dividida em duas partes. A primeira trata do processo de pesquisa, seleção e coleta dos dados (item 3.1) do IAN (item 3.1.1) e do Economática (item 3.1.2), com destaque para o detalhamento das premissas que suportam o uso do Q de Tobin, para quantificar valor das companhias, e ROA, para mensurar a rentabilidade. A segunda parte consiste no referencial teórico e metodologia dos testes utilizados (item 3.2).

### **3.1 Pesquisa, seleção e coleta de dados**

#### **3.1.1 Pesquisa, seleção e coleta de dados (Formulário de Informações Anuais – IAN)**

Antes de se determinar o Formulário de Informações Anuais (IAN) como fonte de dados para este estudo, foi necessário investigar na CVM quais documentos e relatórios divulgados pelas companhias listadas na BM&FBovespa contêm informações sobre a existência de diretorias jurídicas (ou cargos análogos) e a formação dos membros dos conselhos de administração.

São muitas informações divulgadas e disponíveis, sendo as principais: acordo de acionistas, assembleia, aviso aos acionistas, calendário de eventos corporativos, comunicado ao mercado, contratos com partes relacionadas, dados econômico-financeiros, Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP), escrituras e aditamentos de debêntures, fato relevante, formulário cadastral, formulário de referência, Formulário de Informações Anuais (IAN), Documento de Informações Trimestrais (ITR), plano de opções, política de divulgação de dividendos, política de negociação das ações da companhia, prospecto de distribuição pública, reunião da administração e valores mobiliários negociados e detidos.

Dentre esses, foram selecionados os mais relevantes a este estudo para análise individual com objetivo de identificar as informações que demonstrassem a existência de diretorias jurídicas formalizadas nas companhias listadas na BM&FBovespa.

Os principais informativos analisados foram ITR, DFPs, IAN, Sistema de Envio de Informações Periódicas e Eventuais (IPE), Formulário Cadastral (FC) e Formulário de Referência (FR).

Somente no IAN<sup>47</sup> foi possível encontrar a composição da diretoria executiva das companhias listadas na BM&FBovespa, especificamente, ao analisar o relatório no Grupo 2,

---

<sup>47</sup> O procedimento para acessar o IAN é: acesse o site da CVM ([www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)). Em “Acesso rápido”, clicar em “ITR, DFP, IAN, IPE, FC, FR e outras Informações”. Na página “Consulta de Documentos de Companhias Abertas”,

Administração, quadro 1 – Composição Atual do Conselho de Administração e Diretoria; e identificar quais membros do conselho de administração com formação em Direito ao acessar Grupo 2, Administração, quadro 2 – Experiência Profissional e Formação Acadêmica de cada Conselheiro (Administração e Fiscal) e Diretor.

Segunda a CVM (2010), o IAN deve ser entendido como um documento dinâmico sobre a evolução dos negócios da empresa e não estático, vinculado a determinado exercício social, em que pese o fato de ser fixada uma data para sua apresentação ano a ano.

Nesse sentido, a Instrução CVM n. 351/2001 alterou a redação do artigo 16 da Instrução CVM n. 202/93, que dispõe sobre o registro de companhia para negociação de seus valores mobiliários em Bolsa de Valores, no mercado de balcão organizado ou no mercado de balcão, e sua atualização, enfatizando a necessidade de alteração do formulário IAN sempre que ocorrerem quaisquer fatos que modifiquem as informações já prestadas.

Portanto, é fundamental que as companhias abertas atentem para a necessidade de reapresentar o IAN, de forma espontânea, sempre que se verificarem alterações societárias cujas informações sejam requeridas no formulário, em especial, informações sobre a composição dos membros do conselho de administração, eventuais alterações estatutárias e mudanças na composição acionária (acionistas com mais de 5% de participação no capital votante).

Cabe salientar que, no caso de registro de emissão pública de valores mobiliários, as informações inseridas no prospecto de emissão devem também fazer parte do IAN, devendo este ser reapresentado espontaneamente quando da solicitação do mencionado registro.

Ressalta-se que a data final para a entrega do formulário IAN é 31 de maio do ano em curso, tal como estabelecido no inciso IV do art. 16 da Instrução CVM n. 202/93, com a redação dada pela Instrução CVM n. 351/01, sendo improrrogável, porquanto não existe autorização

expressa na legislação para que se autorize, sob quaisquer motivos, pedido de prorrogação de prazo de entrega do formulário.

A companhia aberta que não mantiver seu registro atualizado, nos termos do art. 13, 16 e 17 da Instrução CVM n. 202, está sujeita à multa cominatória diária, segundo os valores relacionados na tabela constante do art. 18 da mencionada Instrução.

O preenchimento e a entrega (eletrônica) do IAN estão previstos na Lei das Sociedades por Ações e no Regulamento de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado<sup>48</sup>. Porém, as normas não exigem a especificação do cargo de diretor, o que não proporciona padronização na prestação de informações pelas companhias.

Ressalta-se que todas as companhias listadas na BM&FBovespa são obrigadas a publicar os currículos dos membros de seus conselhos de administração e diretoria executiva. A grande dificuldade de obtenção dos dados é que não existe padronização do oferecimento de tais informações. A companhia informa em texto corrente, e não há alternativas padronizadas para selecionar a informação que se quer passar. Ou seja, a CVM não disponibiliza campo único para prestação das informações pelas companhias. Por isso, o trabalho foi feito manualmente e sem a possibilidade de uso avançado de ferramentas como Excel, *Visual Basic*, entre outros, que poderiam fazer filtros para contribuir para a coleta de informações.

O processo de coleta de dados se iniciou com acesso ao IAN de cada uma das companhias. Em seguida, foi preciso acessar o relatório divulgado no Grupo 2, Administração. A seguir, a figura 1 demonstra exemplo de IAN, com destaque para o “Grupo 2 – Administração”.

---

<sup>48</sup> Regulamento de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa Nível 1, item 4.3 “Requisitos Adicionais para as Informações Anuais – IAN”.

Figura 1: Exemplo de Relatório Anual de Informações (IAN), Grupo 2 – Administração.

1 - Código CVM	2 - Denominação Social
3 - CNPJ	4 - Denominação Comercial
5 - Denominação Social Anterior	6 - NRE
7 - SIC	
8 - Data de Constituição da Cia	
9 - Data de Registro da Cia no CVM	

Fonte: CVM e BM&FBovespa

O IAN disponibiliza diferentes informações sobre a companhia listada, como: dados de controle, dados da empresa (grupo 1), administração (grupo 2), distribuição de capital (grupo 3), capital social ações em tesourarias (grupo 4) e outros ativos (grupo 5), proventos em dinheiro/dividendos (grupo 6), participações e remunerações (grupo 7), características das emissões de debêntures (grupo 8), histórico/setor de atuação e sazonalidade dos negócios (grupo 9), produtos e/ou serviços (grupo 10), processo de produção (grupo 11), principais patentes, marcas comerciais e franquias (grupo 12), propriedades relevantes (grupo 13), projeções e informações (grupo 14), problemas ambientais (grupo 15), ações judiciais (grupo 16), operações com empresas relacionadas (grupo 17), estatuto social (grupo 18), dados da controlada/coligada (grupo 19), informações sobre governança corporativa (grupo 20).

Ao acessar as informações do Grupo 2 – Administração, quadro 1 – Composição Atual do Conselho de Administração e Diretoria é possível encontrar a composição do conselho de



Quanto à busca pela formação do membro do conselho de administração, o procedimento é o seguinte: acessar no IAN, o Grupo 2, Administração, quadro 2 – Experiência Profissional e Formação Acadêmica de cada Conselheiro (Administração e Fiscal) e Diretor, conforme segue na figura 3:

**Figura 3: Exemplo de Grupo 2, Administração, quadro 2 – Experiência Profissional e Formação Acadêmica de cada Conselheiro (Administração e Fiscal) e Diretor, no IAN.**

1 - Item	2 - Nome do Administrador	3 - CPP	4 - Data da Eleição	5 - Prazo do Mandato	6 - Tipo Admiss.
01	Marcos Vinícius Bordin	00000000000	10/09/2008	120 Meses	Tempo
02	Marcos Vinícius Bordin	00000000000	10/09/2008	120 Meses	Tempo
03	Antonio Fernando de Moraes Almeida	00000000000	10/09/2008	120 Meses	Tempo
04	Caetano Mendes Gomes Ribeiro	00000000000	10/09/2008	120 Meses	Tempo
05	Claudemir Corrêa de Almeida	00000000000	10/09/2008	120 Meses	Tempo
06	Janete Valério de	00000000000	10/09/2008	120 Meses	Tempo
07	Paulo César de Souza Lopes	00000000000	10/09/2008	120 Meses	Tempo
08	Roberto	00000000000	10/09/2008	120 Meses	Tempo

Fonte: CVM e BM&FBovespa

O conjunto de dados utilizados neste estudo centra-se naqueles listados na BM&FBovespa, no período de 1997 a 2008, totalizando 12 anos, com distribuição entre 21 setores de atividade, segundo ilustra a tabela 5 a seguir, em que se destacam os setores de energia elétrica, finanças e seguros, têxtil e siderurgia e metalurgia, como os mais frequentes. A relação completa de empresas analisadas em cada ano deste estudo encontra-se no Anexo A, Lista das empresas participantes da pesquisa, ao final deste estudo.

**Tabela 6: Setores de atividades segundo critério da BM&FBovespa.**

Setores empresariais segundo critério da BM&FBovespa
Agro e Pesca
Alimentos e Bebidas
Comércio
Construção
Eletroeletrônicos
Energia Elétrica
Finanças e Seguros
Fundos
Máquinas Industriais
Mineração
Minerais não Metálicos
Outros
Papel e Celulose
Petróleo e Gás
Química
Siderurgia & Metalurgia
Software e Dados
Telecomunicações
Têxtil
Transporte Serviços
Veículos e peças

Fonte: BM&FBovespa

Quanto à consistência dos dados usados neste trabalho, presume-se baixa probabilidade de erros e inconsistências. Vale ressaltar que as empresas entregam à CVM as informações oficiais das quais os administradores das empresas listadas são os efetivos responsáveis pela veracidade e atualização (Instrução Normativa n. 202 da CVM, art. 13 e 20). Porém, não se tem notícia sobre a acuidade da verificação dessas informações pela autoridade fiscalizadora, o que se faz entender porque a informação é prestada de forma não padronizada pelas companhias.

Um fator que dificultou a tabulação dos dados se refere às diversas formas encontradas de descrição do cargo relacionado à direção jurídica e a perfis dos membros dos conselhos de administração. Por exemplo, na busca pela informação sobre se a companhia possui o cargo de diretoria jurídica, deparou-se com os seguintes termos: “diretoria jurídica”, “superintendência jurídica”, “vice-presidência jurídica”, “diretor de assuntos jurídicos”, “vice-presidência corporativa jurídica”, entre outros. No caso dos conselheiros, seus perfis

são descritos de diversas formas, como “formado em Direito”, “graduado em ciências jurídicas”, “advogado” e “bacharel em Direito”.

Com relação ao período de coleta de dados é fundamental ressaltar que foram coletados dados IAN/CVM disponíveis de 1997 até 2008<sup>49</sup>, o que somam doze anos seguidos de informações.

### **3.1.2 Pesquisa, seleção, coleta de dados (Q Tobin e ROA)**

#### **3.1.2.1 Pesquisa e seleção da base de dados**

Como o objetivo deste trabalho consiste em verificar, entre as companhias listadas na Bolsa de Valores de São Paulo, se as que possuem diretoria jurídica formalizada têm desempenho financeiro distinto daquelas que não possuem tal estruturação, faz-se necessário desenvolver as premissas que nortearam os testes quanto ao “desempenho financeiro”.

Em vista das muitas formas de se comparar o desempenho financeiro de companhias, estabeleceram-se dois critérios objetivos e complementares para isso, como a utilização de uma medida de “valor” e outra, de “retorno”. Neste trabalho, optou-se pelo uso do ROA (Return on Assets) para medida de retorno, e do Q de Tobin, para medida de geração de valor.

#### **3.1.2.2 Retorno sobre o Ativo (ROA)**

Fundamentalmente, o ROA mensura os ganhos gerados pelo capital investido. Os ativos de uma empresa são compostos por capital próprio e capital de terceiros. O índice de rentabilidade ROA dá uma ideia aos investidores de quão bem a companhia está convertendo

---

<sup>49</sup> Embora os dados das companhias sobre o exercício de 2009 sejam divulgados no IAN até 31 maio de 2010 (inciso IV do art. 16 da Instrução CVM n. 202/93, com a redação dada pela Instrução CVM n. 351/01), muitas empresas divulgam seus relatórios depois desse prazo, o que impossibilitou a inclusão dessas informações neste estudo.

o dinheiro investido. Um valor mais alto do ROA é melhor, pois a empresa está ganhando mais dinheiro, dado um investimento inicial.

De acordo com Matarazzo (2003), esse é um índice que evidencia quanto uma empresa obteve de Lucro Líquido em relação ao seu ativo, que é uma medida do potencial, da capacidade de geração de lucro da empresa. Além disso, o ROA é uma medida do desempenho da empresa, que pode ser comparada ano a ano. Em suma, o ROA é um índice que mede o retorno do ativo total, ou seja, ele demonstra quão eficiente esse ativo atua na composição da rentabilidade de uma empresa.

O ROA pode ser calculado de diferentes formas. A adotada nesta obra foi a que envolve o produto da Margem pelo Giro. Sendo a Margem determinada pelo quociente entre o Lucro Líquido e Vendas Líquidas, e o Giro calculado pelo quociente entre as Vendas Líquidas e o Ativo Total. Dependendo do setor com o qual a empresa está envolvida, a maneira de aumentar o ROA pode estar mais atrelada ao Giro ou à Margem. Empresas com características operacionais diferentes obtêm seu resultado de maneiras diferentes.

Além dessa forma envolvida poder-se-ia utilizar o Ativo Médio, porém tal maneira comprometeria a análise do corte transversal da rentabilidade ano a ano de uma dada empresa, portanto não se optou por essa abordagem. Tal caso seria chamado de ROAA (Return on Average Assets). Adicionalmente, havia a opção de calcular o ROA pelo quociente do LAJIR (- IR) e Ativo Total. Entretanto, pelo fato dessa medida não operar com a dívida da companhia, optou-se por manter a fórmula tradicional do ROA.

Em relação às desvantagens do uso do ROA, destaca-se que tal medida de rentabilidade não leva em consideração a alavancagem financeira, a qual indicaria juntamente com o produto do Giro e da Margem, o índice ROE (Return on Equity). Esse outro índice seria uma medida de resultado para o acionista e, por isso, optou-se por não utilizar tal índice de rentabilidade na regressão em painel.

Outra desvantagem que poderíamos ressaltar é que, pelo fato de a margem e o giro variarem com o setor de atuação da empresa, o ROA é uma melhor medida de rentabilidade para se comparar empresas semelhantes. Por isso, esse índice para companhias abertas pode variar substancialmente. Analogamente, quando se usa o ROA como medida comparativa, é melhor compará-lo com os números anteriores desse índice para uma mesma empresa ou de uma empresa similar. Além disso, para companhias públicas o ROA também pode variar de forma expressiva.

Em suma, o uso do ROA é bastante aceitável, porém, recomenda-se que comparado à média setorial, para se tirar conclusões significativas.

### **3.1.2.3 Q de Tobin**

O Q de Tobin foi desenvolvido por James Tobin em 1969 como a razão entre o valor de mercado e o custo de reposição do mesmo ativo físico.

Se o valor de mercado for maior que o custo de reposição ( $q > 1$ ), haverá retorno ao se investir; caso contrário ( $q < 1$ ), a empresa não deveria fazer o investimento. Portanto, o investimento é uma função crescente da relação "q".

Para o cálculo do "q", o valor de mercado pode ser obtido, para empresas com ações negociadas em bolsa de valores, pelo produto do número de ações por sua cotação.

Como vantagem desse índice, pode-se dizer que ele indica uma perspectiva futura de rentabilidade, enquanto os tradicionais índices contábeis atentam-se para o fator histórico. Além disso, o Q de Tobin tem utilidade como uma conexão entre os mercados financeiros e os mercados de bens e serviços.

Como desvantagem desse índice, pode-se citar o problema do cálculo dele em períodos inflacionários (ou deflacionários), uma vez que a razão envolvida será maior que Q de Tobin

propriamente dito, pois os preços das ações serão superestimados, enquanto o custo de reposição dos ativos não será alterado, desde que esses preços inflacionados não alterem o balanço contábil da companhia. Por isso, a teoria neoclássica critica o Q de Tobin, pois este varia com as bolhas do mercado em um cenário de constante mudança do preço das ações. Essa desvantagem foi descartada em virtude do atual cenário de estabilidade econômica.

Outra desvantagem consiste da impossibilidade de medir os ativos intangíveis. Uma vez que as empresas não costumavam colocar em seus balanços esses ativos nos anos em que foram coletados os dados (de 1997 a 2008).

Por fim, é importante considerar que nesse modelo o valor de reposição dos ativos não pode ser mensurado facilmente. Para estimar o valor de reposição, é preciso ajustar os valores contábeis não apenas pela variação dos preços da economia, mas, também, pela variação tecnológica ocorrida no período e pela depreciação real dos ativos em oposição à depreciação contábil (BARROS e FAMA, 2000, p. 35). Isso ocorre, justamente pelo Q de Tobin envolver *Proxy* no seu cálculo e envolve critérios aleatórios de estimação de um valor. Por não se conseguir extrair esse valor do balanço contábil da companhia torna-se um índice de rentabilidade estimado e não real.

Complementar a esse problema, no Brasil o cálculo do Q de Tobin é mais trabalhoso, pois somente agora com a nova lei contábil<sup>50</sup> deve-se trazer os ativos a valor de mercado pelo fluxo de caixa a valor presente. Dessa maneira, dentro da série temporal utilizada nas regressões certamente tal estimação do custo de reposição representa uma limitação no cálculo desse parâmetro de rentabilidade.

Entretanto, o uso desse índice em muito se justifica nesta obra, pois se permite assim realizar uma abordagem futura de rentabilidade, dada uma estrutura jurídica diferenciada nas companhias de capital aberto listadas na BM&FBovespa.

---

<sup>50</sup> A Lei 11.638/2007 e suas alterações e atualizações instituem gradativamente um novo padrão contábil no Brasil.

## **3.2 Os testes**

O segundo (e principal) objetivo deste trabalho é, com os dados primários destacados no primeiro objetivo, verificar se as companhias listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBovespa) apresentam desempenho financeiro distinto, quanto ao valor à e rentabilidade, pela formalização de diretorias jurídicas e pela presença de membros no conselho de administração.

Para isso, este item está organizado para tratar de conceitos, referencial teórico e metodologia dos testes utilizados.

### **3.2.1 O referencial teórico dos testes**

#### **3.2.1.1 Teste de independência – não paramétrico de diferença de médias**

A maioria dos testes estatísticos exige suposições específicas sobre a população de onde provêm as amostras. Em muitos casos, deve-se admitir que as populações tenham aproximadamente a forma de distribuições normais, que suas variâncias sejam conhecidas ou que se saibam que são iguais, ou que as amostras sejam independentes. Como há muitas situações em que é duvidoso se todas as suposições necessárias podem ser satisfeitas, os estatísticos elaboraram procedimentos alternativos baseados em suposições menos restritivas, conhecidas como testes não paramétricos.

Assim, conforme explica Freund (2006, p. 451), quando a suposição de que a população tem aproximadamente distribuição normal é insustentável na prática, os testes-padrão podem ser substituídos por qualquer teste não paramétrico.

Neste trabalho, os testes paramétricos pressupõem a normalidade na distribuição da ocorrência da variável *dummy* de diretoria jurídica e, portanto, segue-se aos testes não paramétricos.

Para Wooldridge (2006), a vantagem do uso desse processo seria valer-se da simplicidade desses testes, além de extrair maior informação do experimento. Os testes ditos como não paramétricos, também chamados de testes livres, possuem esse nome, pois não partem da premissa de que os valores da variável estudada tenham uma distribuição normal ou que se aproximem dela.

Mais especificamente, a aplicação desse teste é mais ampla, permitindo que seja usado em populações em que não se conhece a distribuição dos dados, ou ainda quando essa distribuição é assimétrica, como ocorre neste estudo. Outras vantagens que Wooldridge (2006) ressalta é o uso em cenários de heteroscedasticidade ou ainda quando a variável é medida numa escala ordinal.

Ainda segundo Wooldridge (2006), a principal desvantagem desses testes é o nível de trabalho mecânico que eles exigem, problema não foi enfrentado em virtude do uso eletrônico dos testes. Além disso, ressalta-se que tais testes às vezes extraem menos informação do experimento, pois trocam o valor real medido pelo posto ocupado na ordenação de valores obtidos, o que implica perda de informação relativa à variabilidade da característica. Por fim, salienta-se que quando utilizados em dados que satisfazem as exigências das técnicas clássicas, esses métodos apresentam menor eficiência.

Neste estudo, utilizou-se os testes de sinais de Wilcoxon-Mann-Whitney<sup>51</sup> que, segundo Freund (2006, p. 456) serve como alternativa tanto ao teste de sinais com uma amostra quanto ao teste de sinais com pares de amostra. Em virtude da distribuição livre de diretorias jurídicas na população dos dados de 1997 até 2008, justifica-se o uso desses testes.

Usou-se, nesse contexto, o teste Teste “U” de Wilcoxon-Mann-Whitney, teste substituto do teste “t” de Student, que parte da premissa de amostras aleatórias, observações

---

<sup>51</sup> Neste trabalho utiliza-se o termo “teste de Wilcoxon-Mann-Whitney”. O teste de Wilcoxon ou teste de Mann-Whitney, embora tenham nomes diferentes em homenagem aos estatísticos que contribuíram para seu desenvolvimento, são equivalentes e apenas refletem a maneira como são organizados os cálculos (Freund, 2006, p. 463).

independentes, variáveis de interesse com característica contínua, obedecendo às condições propostas na análise das diretorias jurídicas.

### **3.2.1.2 Matriz de correlação e o teste de multicolinearidade**

A matriz de correlação mostra a correlação entre todas as variáveis do modelo, podendo ser determinada por meio da correlação estatística de Pearson entre todas essas variáveis. Analisou-se as seguintes variáveis: retorno sobre os ativos totais, valor da firma pelo Q de Tobin, existência de diretoria jurídica na empresa, parcela de conselheiros formados em Direito, parcela dos conselheiros externos, Ln dos ativos totais da firma, idade da empresa na bolsa de valores (em anos).

Objetiva-se inferir determinadas associações positivas e negativas entre as variáveis, notando quais sejam mais determinantes no estudo de maior rentabilidade e valor da empresa. Espera-se associação positiva entre diretoria jurídica e membros do conselho de administração com formação em Direito, e as variáveis dependentes usadas nas regressões, para justificar seu uso para melhor explicar a regressão.

Freund (2006, p. 433), de forma introdutória, explica que o coeficiente de correlação é positivo quando a reta de mínimos quadrados tem inclinação para cima, isto é, quando a relação entre  $x$  e  $y$  é tal que valores pequenos de  $y$  tendem a corresponder a valores pequenos de  $x$  e valores grandes de  $y$  tendem a corresponder a grandes valores de  $x$ . Do mesmo modo, o coeficiente de correlação é negativo quando a reta de mínimos quadrados tem inclinação para baixo, ou seja, quando valores grandes de  $y$  tendem a corresponder a valores pequenos de  $x$  e valores pequenos de  $y$  tendem a corresponderem a valores grandes de  $x$ .

Matos (2000, p. 76) lembra a diferença entre regressão e correlação. A regressão mostra o efeito da variável explicativa  $x$  sobre a dependente  $y$ , enquanto a correlação mede simplesmente o grau de associação entre  $y$  e  $x$ , isto é, mede o grau de covariabilidade entre  $y$  e  $x$ . Ou conforme Gujarati (2000, p. 203), o coeficiente de correlação é uma medida do grau de associação linear entre duas variáveis.

Além disso, no estudo da correlação entre as variáveis dependentes permite-se detectar multicolinearidade, ou ainda, a necessidade de retirar variáveis do modelo explicativo.

Por isso, também foi adotado diagnóstico de multicolinearidade<sup>52</sup> para maior acuidade desse processo. O termo multicolinearidade “significa a existência de uma “perfeita” (ou exata) relação linear entre algumas ou todas as variáveis explicativas de um modelo de regressão” (Gujarati, 2000, p. 318).

Vale citar que a multicolinearidade não viola a hipótese de regressão. Estimativas não viesadas e consistentes vão ocorrer e seus erros-padrão serão corretamente estimados. “O único efeito da multicolinearidade é tornar difícil a obtenção de estimativas de coeficientes com pequeno erro-padrão. Mas dispor de um número pequeno de observações também tem esse efeito, assim como ter variáveis independentes com pequenas variâncias.” (Achen, 1982, pp. 82-83).

No caso de multicolinearidade as consequências práticas, segundo Gujarati (2000, p. 318) são estimadores de Mínimos Quadrados Ordinários com grandes variâncias e covariâncias, dificultando uma estimativa precisa. Por isso, os intervalos de confiança tendem a ser maiores, e a razão  $t$  de um ou mais coeficientes tende a ser estatisticamente insignificante, embora o  $R^2$  possa ser bastante alto. Por fim, os estimadores de Mínios Quadrados Ordinários e seus erros-padrão podem ser sensíveis a pequenas variações nos dados.

### **3.2.1.3 Regressão com dados em painel**

Valendo-se das variáveis explicativas adotadas por meio de duas regressões em painel, permite-se estudar a associação desejada, qual seja a rentabilidade sendo explicada pela diretoria jurídica.

---

<sup>52</sup> Segundo Gujarati (2000, p. 318), “Rigorosamente falando, multicolinearidade se refere à existência de mais de uma relação linear exata, enquanto colinearidade se refere à existência de uma única relação linear. Mas tal distinção raramente se sustenta na prática, de modo que multicolinearidade se refere a ambos os casos.”

Segundo Hsiao (1999) e Basset e Koenker (1978), os modelos para dados em painel oferecem uma série de vantagens em relação aos modelos de corte transversal ou aos de séries temporais, como o uso de mais observações, aumentando o número de graus de liberdade e diminuindo a colinearidade entre as variáveis explicativas. Além disso, dados em painel são capazes de identificar e mensurar efeitos que não são possíveis em outros modelos.

Com os dados *cross section* independentes de 1997 até 2008. Pode-se assim, interagir *dummies* temporais com determinadas variáveis cruciais, para verificar que elas mudaram ao longo do tempo. A regressão em painel consiste então em analisar os conjuntos de cortes transversais agrupados independentes. O método OLS, com os dados já agrupados, é o principal método de estimação, e os procedimentos habituais de inferência são eficazes, inclusive a correção da heteroscedasticidade.

A regressão de variáveis *dummy* em painel não é muito prática para conjuntos de dados de painel com muitas observações, o que não ocorre no caso envolvido.

Contudo, a regressão de variável *dummy* tem algumas características interessantes. Para Wooldridge (2006), a mais importante delas é que ela nos fornece exatamente as mesmas estimativas de  $\beta$ , que teríamos com a regressão dos dados temporais reduzidos. Tal fato ocorreria, caso não estivéssemos usando outras variáveis independentes, que não *dummies*.

Ressalta-se ainda que em virtude do uso das variáveis *dummies*, além do uso de muitas outras variáveis nas duas regressões, o R-quadrado tende a ser relativamente alto.

### **3.2.2 O método dos testes**

Apresenta-se um resumo da metodologia deste estudo, frente aos objetivos inicialmente propostos. Destaca-se que para resultados mais consistentes e menos viesados foi necessário

excluir as empresas do setor financeiro da análise durante os testes, em virtude da rentabilidade e valor de mercado das empresas desse setor.

Para medir a correlação entre as variáveis dependentes e a possível ocorrência de multicolinearidade, realizaram-se outros testes (teste 1). O objetivo da matriz de correlação e colinearidade é verificar indícios de efeito diferenciado pela existência de diretoria jurídica formalizada e outras variáveis frente ao valor e à rentabilidade das empresas. As variáveis a serem correlacionadas são: *Rentabilidade*,  $ROA = LL/AT$ : que representa uma forma de cálculo de rentabilidade pelo quociente entre o lucro líquido da companhia e seu ativo total; *Q de Tobin*: que retrata o valor da empresa; *existência de diretoria jurídica na empresa*: que compreende a companhia ter ou não diretoria jurídica estruturada; *parcela de conselheiros formados em Direito*: membros do conselho graduados em Direito; *Ln tamanho do conselho*: para avaliar o tamanho do conselho de administração pelo número de conselheiros; *outsider/parcela dos conselheiros externos*: que retrata o número de conselheiros que não acumulam funções na diretoria executiva; *Ln ativo total*: que demonstra o tamanho da empresa; *Idade da empresa em anos*: tempo que a companhia recebeu seu registro de capital aberto da CVM.

Em seguida, foi realizado teste de independência (teste 2), por meio de teste não paramétrico de diferença de médias. O objetivo desse segundo teste é verificar se existe diferença de valor da empresa (Q de Tobin) e rentabilidade (ROA) para companhias com e sem diretoria jurídica formalizada e membro do conselho de administração formado em Direito.

Finalmente, foram realizadas as regressões com dados em painel (teste 3). Os testes foram realizados com para as variáveis independentes Q de Tobin e ROA, conforme as equações a seguir:

$$Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{Diretoria jurídica}_{it} + \beta_2 \text{Board jurídico}_{it} + \beta_3 \ln \text{Tamanho do conselho}_{it} + \beta_4 \text{Outsiders}_{it} + \sum_{k=1}^J \varphi_j VC_{it} + \varepsilon_{it}$$

(Equação 1)

Essa equação representa a variável independente Q de Tobin (valor de mercado) para empresas “i”, em um tempo “t”, em função de diretoria jurídica, membros do conselho de administração com formação em Direito, o Ln tamanho do conselho, eventual número de

conselheiros independentes e somatória de variáveis de controle (tamanho da firma e idade da empresa com ações listadas na BM&FBovespa).

O mesmo raciocínio segue para o ROA (rentabilidade) em função das mesmas variáveis dependentes, conforme segue:

$$Roat_c = \beta_0 + \beta_1 Directoria\ juridica_{it} + \beta_2 Board\ juridico_{it} + \beta_3 \ln Tamanho\ do\ conselho_{it} + \beta_4 Outsiders_{it} + \sum_{k=1}^J \varphi_j VC_{it} + \varepsilon_{it}$$

(Equação 2)

Para realização da regressão com dados em painel foram utilizados os *softwares* SPSS e Gretel, além de formatações e ajustes no MS Excel.

Depois de inserir os dados no *software* e parametrizar o sistema, foi feita uma sequência de regressões para ajustar os testes.

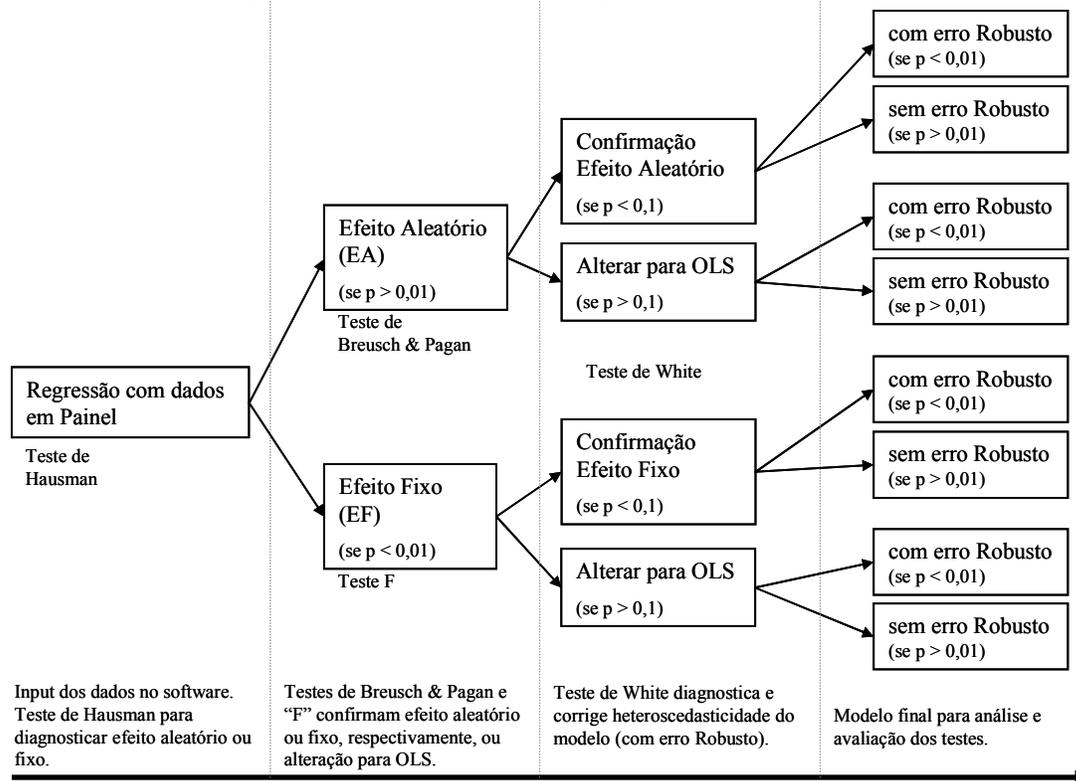
O teste de Hausman foi realizado para diagnosticar o efeito aleatório ou fixo. Em seguida foram realizados os testes de Breusch & Pagan e o teste “F” para confirmar o resultado do teste de Hausman, respectivamente, ou alterar o modelo para OLS.

O teste de Hausman pode ser usado para testar o problema da simultaneidade, ou seja, se duas variáveis são mutuamente independentes e não correlacionadas (Hausman, 1976, pp. 1251-1271).

O teste de Breusch & Pagan identifica a variável  $x$  correta com a qual ordenar as observações (Breusch e Pagan, 1979) e confirma se modelo tem efeitos aleatórios ou se deve ser alterado para modelo OLS. Segundo Gujarati (2000, p. 377), o modelo de efeitos aleatórios possui as mesmas suposições do modelo de Efeitos Fixos, isto é, o intercepto varia de um indivíduo para o outro, mas não ao longo do tempo e, os parâmetros-resposta são constantes para todos os indivíduos e em todos os períodos de tempo. A diferença e entre os dois modelos refere-se ao tratamento do intercepto.

Posteriormente, foi necessário realizar o teste de White para verificar a existência de e corrigir a heteroscedasticidade (hipótese de erro robusto) e, portanto, ter os resultados finais para análise. A figura 4, mostra a evolução dos testes da regressão com dados em painel.

**Figura 4: Evolução dos testes da regressão com dados em painel.**



Fonte: elaborada pelo autor

A vantagem do teste de White é não depender da hipótese de normalidade para ser aplicado (White, 1980).

Em suma os testes realizados neste estudo, resumem-se conforme a tabela 7, a seguir:

Tabela 7: Resumo dos testes realizados.

Resumo dos objetivos e métodos		
Objetivos	Métodos	
	Descrição do método	Gráficos e tabelas associados
Identificar quais dados são relevantes para suportar pesquisa sobre o impacto da existência de diretorias jurídicas formalizadas no desempenho das companhias listadas na BM&FBovespa.	Coleta de dados em duas bases distintas:	Gráfico 5 (p. 121)
	(i) Relatório de Informações Anuais (IAN), que as empresas de capital aberto remetem periodicamente e compulsoriamente à CVM. Esses dados possibilitaram a obtenção de dados para verificar junto às companhias a existência do cargo jurídico na diretoria executiva (como diretor jurídico, superintendente jurídico, vice-presidente jurídico, entre outros);	Figuras 1, 2 e 3 (pp. 103, 104 e 105)
	(ii) banco de dados do Economática, utilizados para avaliar e comparar o desempenho financeiro nos testes realizados para o valor (Q de Tobin) e rentabilidade (ROA).	_____
Verificar se as companhias listadas na BM&FBovespa apresentam desempenho financeiro distinto, quanto a valor e rentabilidade, pela formalização de diretorias jurídicas.	<b>Teste 1</b> Para medir a correlação entre as variáveis dependentes e a multicolinearidade. Matriz de correlação e colinearidade para verificar indícios de efeito diferenciado pela existência de diretoria jurídica formalizada e outras variáveis frente ao valor e à rentabilidade das empresas. As variáveis correlacionadas são: Rentabilidade, ROA = LL/AT, Q de Tobin, existência de diretoria jurídica na empresa, parcela de conselheiros formados em Direito, Ln Tamanho do Conselho, <i>outsider</i> ou parcela dos conselheiros externos, Ln Ativo Total, Idade da empresa na Bolsa em anos.	_____
	<b>Teste 2</b> Teste de independência entre ROA, Q de Tobin e a existência de diretoria jurídica, por meio de teste não paramétrico de diferença de médias: mesmo objetivo de verificar a diferença de valor da empresa (Q de Tobin) e rentabilidade (ROA) para companhias com e sem existência de diretoria jurídica formalizada.	_____
	<b>Teste 3:</b> Regressões com dados em painel:	
	Regressão com variável dependente Q de Tobin	equação 1 (p. 116)
	Teste de Hausman, Teste de Breusch & Pagan e Teste “F” e Teste de White.	Figura 4 (p. 118)
	Regressão com variável dependente ROA	equação 2 (p. 117)
	Teste de Hausman, Teste de Breusch & Pagan e Teste “F” e Teste de White.	Figura 4 (p. 118)

Fonte: elaborada pelo autor



## **4. TESTES E ANÁLISE DE RESULTADOS**

Este estudo tem dois objetivos. O primeiro é pesquisar a existência de diretorias jurídicas nas companhias que negociam ações na Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBovespa), tratado neste capítulo no item 4.1. O segundo objetivo é investigar o impacto da existência de diretorias jurídicas no desempenho das companhias que negociam ações na BM&FBovespa, descrito no item 4.2.

### **4.1 Resultados dos dados pesquisados**

Este estudo tem como primeiro objetivo verificar quais dados são relevantes para suportar pesquisa sobre o impacto da existência de diretorias jurídicas no desempenho das companhias que negociam ações na BM&FBovespa. No capítulo 3, analisou-se a metodologia usada para investigar e coletar esses dados. Agora, analisam-se os resultados dos dados pesquisados.

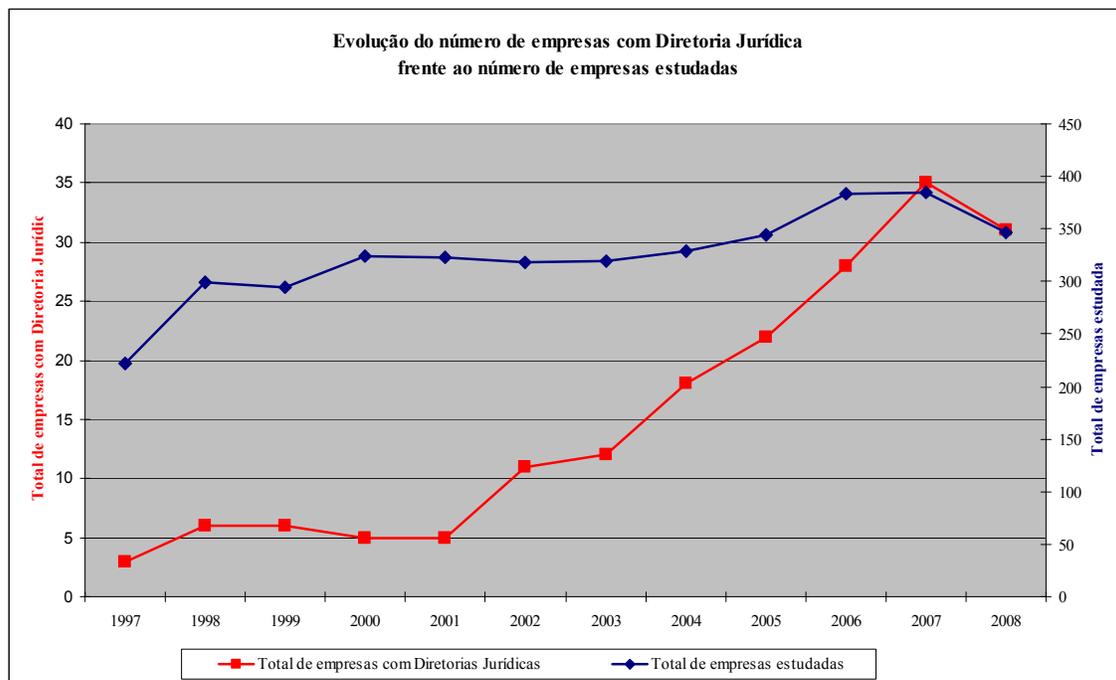
Os resultados conquistados quanto à pesquisa de dados resumem-se à evolução de 1997 a 2008 do número de empresas listadas na BM&FBovespa com diretorias jurídicas, ao aumento da proporção entre companhias com diretoria jurídica e listadas em bolsa e à evolução do número de diretorias jurídicas por setor de companhias listadas na BM&FBovespa.

Foram pesquisadas também, conforme descrito no objetivo deste estudo, informações sobre a graduação dos membros do conselho de administração em direito, bem como a comparação com outras profissões relevantes, e a relação de instituições de ensino superior que mais formaram (graduação) os conselheiros das companhias de capital aberto desde 1997 no Brasil.

O primeiro resultado dos dados pesquisados é a evolução do número de empresas com diretorias jurídicas comparativamente ao número de empresas estudadas. De 1997 a 2008 o número de companhias analisadas aumentou mais de 55%, de 222 para 347 empresas com

ações negociadas em bolsa. O total de empresas com diretoria jurídica estabelecida também aumentou no mesmo período de apenas 3 para 31, ou mais de dez vezes. O período de maior crescimento de empresas com diretoria jurídica ocorre a partir do final de 2001, coincidentemente com o início das regras do Novo Mercado estabelecidas pela BM&FBovespa. O gráfico 5 a seguir mostra em detalhes o exposto.

**Gráfico 5: Evolução do número de empresas com diretoria jurídica frente ao número de empresas estudadas.**



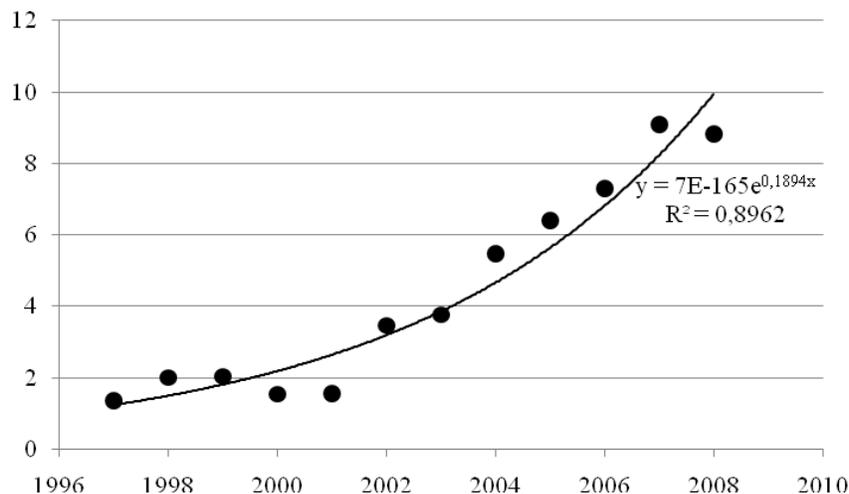
Fonte: Elaborado pelo autor, com base no IAN, Grupo 2 – Administração, quadro 1 – Composição atual do conselho de administração e da diretoria.<sup>53</sup>

O segundo resultado a se destacar refere-se ao percentual de empresas listadas em bolsa com diretoria jurídica. Em 1997 apenas 1,35% das companhias em bolsa tinham diretorias jurídicas, número que aumentou para 9,09% em 2007 e 8,93% em 2008. O período de maior crescimento da formalização de diretorias jurídicas nas companhias em análise ocorrem ao final de 2001, o que novamente, cabe destacar, coincide com o surgimento do Novo Mercado.

<sup>53</sup> No Anexo B, encontram-se as tabelas completas com as informações sobre a coleta de dados.

O gráfico 6 a seguir apresenta a evolução percentual das empresas listadas em bolsa com diretoria jurídica. O eixo  $x$  mostra a evolução dos anos (de 1997 a 2008) e o eixo  $y$ , o percentual de empresas com diretoria jurídica.

**Gráfico 6: Evolução da parcela total (%) de empresas com diretoria jurídica formalizada na estrutura organizacional (1997-2008).**



Fonte: Elaborado pelo autor, com base no IAN, Grupo 2 – Administração, quadro 1 – Composição atual do conselho de administração e da diretoria.

O terceiro resultado de destaque é a evolução do número de diretorias jurídicas por setor de companhias listadas na BM&FBovespa<sup>54</sup> de 1997 a 2008, conforme mostra o gráfico 7 a seguir.

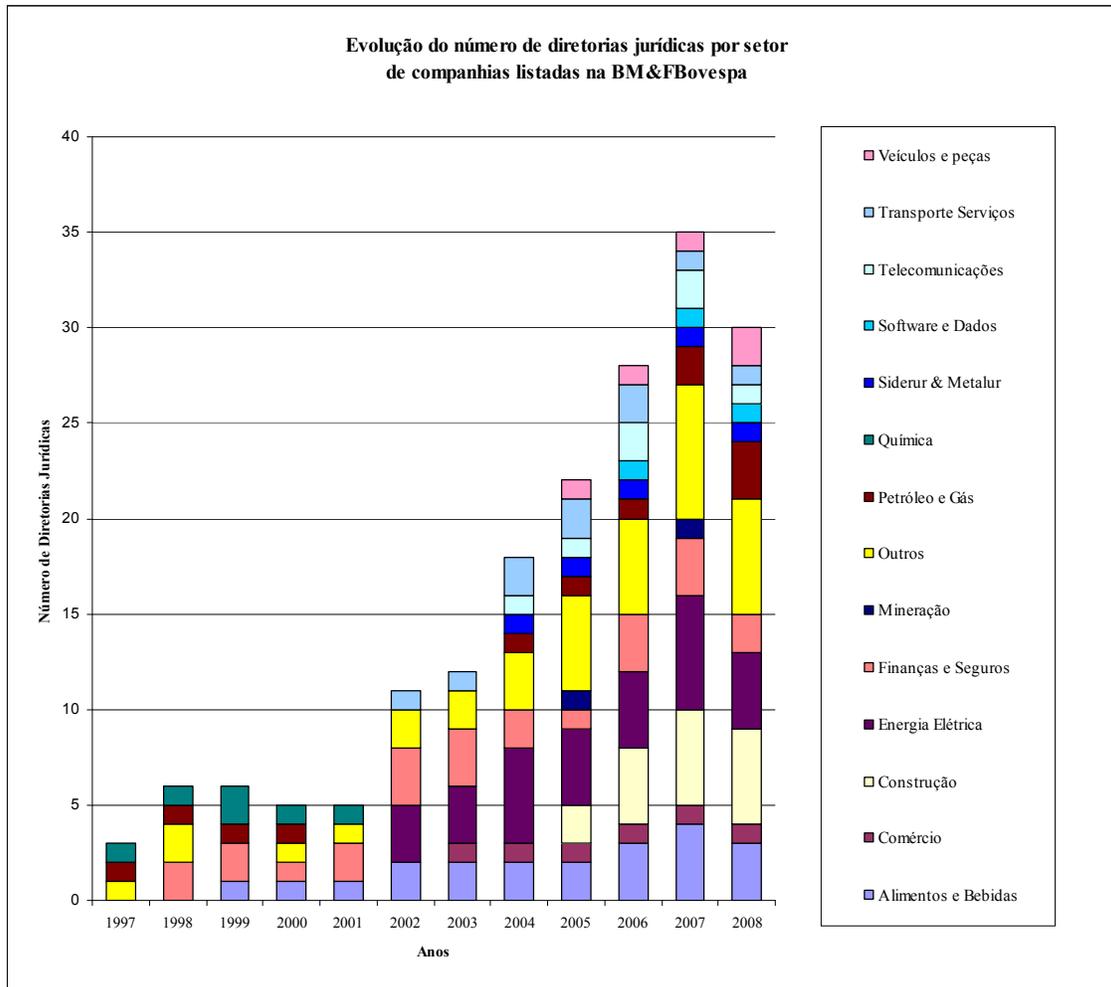
Os setores de maior destaque em 2008 foram finanças e seguros com 6,45% das diretorias jurídicas, alimentos e bebidas com 9,68%, construção com 16,13%, energia elétrica com 12,90%, petróleo e gás com 9,68% e outros setores da BM&FBovespa com 19,35%.

Em 2007 os setores que se destacaram foram semelhantes aos de 2008, com exceção de veículos e peças. Finanças e seguros contavam nesse ano 8,57% das diretorias jurídicas frente ao total, alimentos e bebidas com 11,43%, construção com 14,29%, energia elétrica com 17,14%. A rubrica “outros” responde por 20% das diretorias jurídicas.

<sup>54</sup> Os setores são definidos pela BM&FBovespa, segundo os papéis listados para negociação.

Cabe destacar o setor químico, que tinha diretorias jurídicas nos de 1997 a 2001, mas que deixam de existir a partir de 2002 a 2008. Consta-se que gradualmente novos setores reportam a existência de diretorias jurídicas, como *software* e dados (a partir de 2001), siderurgia e metalurgia (a partir de 2004) e veículos e peças (desde 2005).

**Gráfico 7: Evolução do número de diretorias jurídicas por setor de companhias listadas na BM&FBovespa.**



Fonte: Elaborado pelo autor, com base no IAN, Grupo 2 – Administração, quadro 1 – Composição atual do conselho de administração e da diretoria.<sup>55</sup>

<sup>55</sup> No Anexo B, encontram-se as tabelas completas com as informações sobre a coleta de dados.

Por outro lado, há setores que não têm ainda diretoria jurídica formalizada em suas estruturas organizacionais, a saber: agronegócios e pesca, eletroeletrônicos, fundos, máquinas industriais, minerais não metálicos, papel e celulose, química e têxtil.

Ao se aprofundar o estudo nos setores, verifica-se que algumas empresas como a Souza Cruz, Sadia, Comgás, Natura, Ambev, Embraer a partir do momento que passaram a ter diretoria jurídica, continuaram com ela até 2007. A Sadia possui diretoria jurídica desde 1999, sendo o cargo assumido pela mesma pessoa. A Souza Cruz possui diretoria jurídica desde 2000. A Natura, desde 2003, data de sua listagem na BM&FBovespa. A Saraiva, desde 2002, sendo o cargo ocupado pela mesma pessoa desde o início. A Comgás possui diretoria jurídica desde 2004, sendo o cargo ocupado pela mesma pessoa desde o início. A Ambev, desde 2002, sendo o cargo ocupado pela mesma pessoa desde o início. A Embraer, desde 2005, sendo o cargo ocupado pela mesma pessoa desde o início.

Por outro lado, companhias como a CCR, Parmalat Brasil, Banco do Brasil e o Banco Itaú Holding Financeira, tiveram em determinado momento diretorias jurídicas, mas deixaram de ter atualmente. A CCR teve diretoria jurídica de 2002 até 2006, mas não possui em 2007. O Banco Itaú Holding Financeira possuiu diretoria jurídica de 1998 até o ano de 2006, sendo o cargo assumido pela mesma pessoa. A Parmalat Brasil parece não ter uma postura uniforme. Nos anos de 1997, 1998 e 1999 possuiu diretoria jurídica, mas em 2000 deixou de ter. Já no ano seguinte, de 2001, voltou a possuir essa diretoria. Nos anos seguintes deixa de ter. O Banco do Brasil possui diretoria jurídica somente nos anos de 2001, 2002 e 2003. Há também casos com diretorias jurídicas em anos isolados, como o da Bombril em 1999, do Banco Nossa Caixa em 2004 e do Banco do Estado de Santa Catarina em 2002.

É fundamental destacar que falta transparência de muitas empresas por não discriminarem a especialidade de suas diretorias. Muitas companhias utilizam termo como diretor executivo, diretor gerente, diretor corporativo ou simplesmente diretor, o que inviabiliza o levantamento preciso da existência de diretorias jurídicas entre as empresas listadas em bolsa. Alguns exemplos de companhias que não determinam a função exata de seus diretores podem ser citados com base nos dados de 2007: Aços e Villares, Banestes S. A. – Banco do Estado do Espírito Santo, Bardella S. A. Indústrias Mecânicas, Baumer S. A., Banco Alfa de

Investimento S. A., Banco Pine S. A., Banco Santander S. A., Banco Sofisa S. A., Bradesco Leasing S. A. Arrend Mercantil, Brascan Residential Properties S. A., Braskem S. A., Café Solúvel Brasília S. A., Companhia Siderúrgica Nacional, Fras-Le S. A. Ressalta-se que esses exemplos são muito expressivos na população adotada.

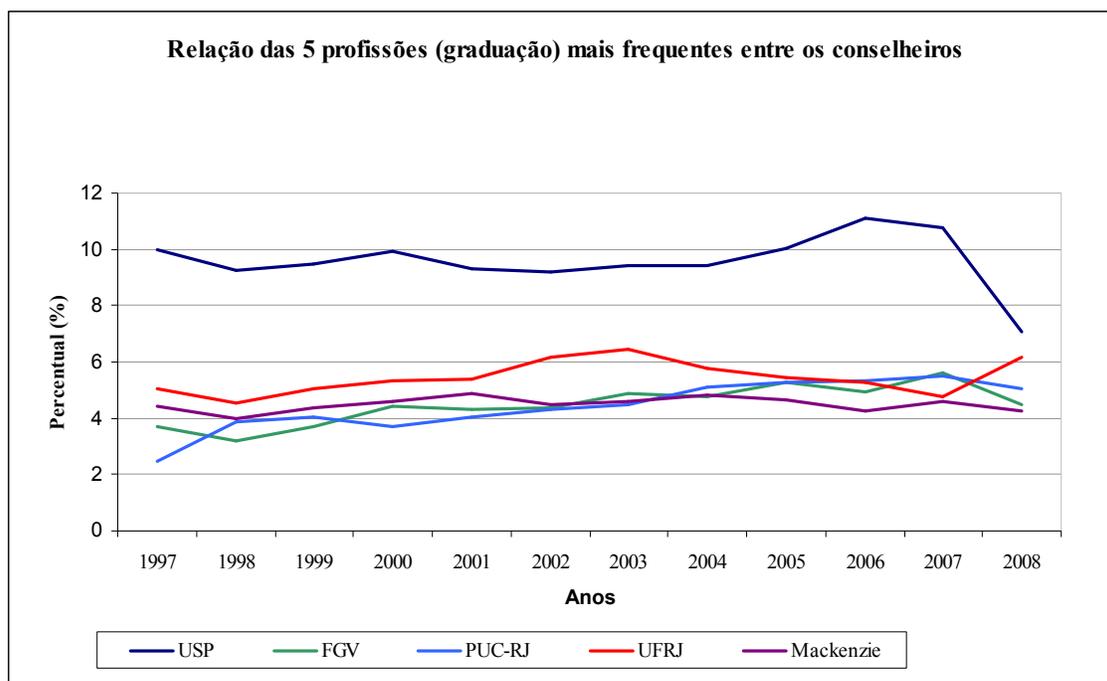
Há casos também em que alguns diretores são identificados. Por exemplo, em 2007, a Cia Energética do Maranhão – Cemar e Indústrias Arteb S. A.

Quanto à informação sobre a graduação dos membros dos conselhos de administração em direito, também se destaca a dificuldade de se tabular os dados em decorrência de muitas expressões sobre a formação desses profissionais: “direito”, “ciências jurídicas”, “bacharel em direito”, “bacharel em ciências jurídicas”, “advogado”, entre outros.

Ao se analisar a formação (graduação) dos membros dos conselhos de administração constata-se que pouco mais de 15% dos membros dos conselhos de administração têm formação em Direito.

O gráfico 7 a seguir, mostra a relação das cinco profissões (graduação) mais frequentes entre os conselheiros nas companhias listadas na BM&FBovespa, com predomínio de conselheiros formados em engenharia (mais de 30%), economia e administração, com cerca de 20% de representatividade cada. A graduação em contabilidade registra menos de 5% de representatividade nos conselhos de administração das companhias listadas na BM&FBovespa.

**Gráfico 8: Relação das 5 profissões (graduação) mais frequentes entre os conselheiros.**



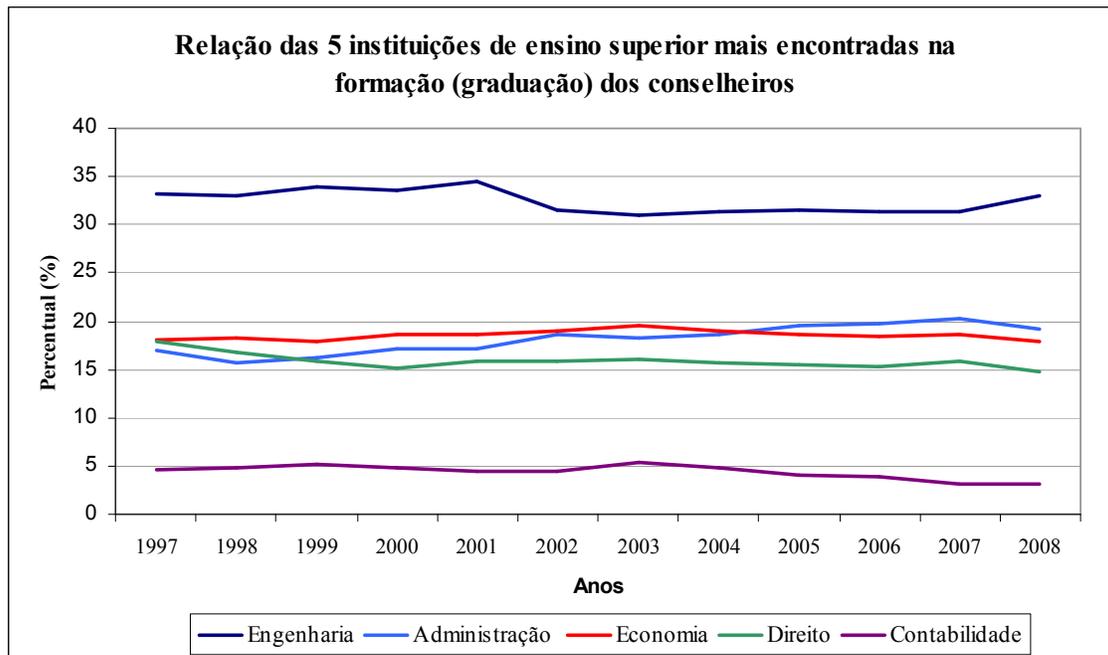
Fonte: Elaborado pelo autor com dados do IAN, Grupo 2 – Administração quadro 2 – Experiência Profissional e Formação Acadêmica de Cada Conselheiro (Administração e Fiscal) e Diretor<sup>56</sup>

Outros dados relevantes referem-se à relação de instituições de ensino superior que mais formaram (graduação) os conselheiros das companhias de capital aberto desde 1997 no Brasil. Nos dados a seguir mostrados no gráfico 8, é possível verificar o percentual de formação de cada universidade com base nas empresas que divulgaram a informação.

Assim, destacam-se as cinco universidades com maior representação na formação dos membros de conselho de administração de 1997 a 2007: Universidade de São Paulo (USP) com média de 9,8%, Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ) com média de 5,38%, Universidade Mackenzie com média de 4,52%, Fundação Getulio Vargas com média de 4,47%, e Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro (PUC-RJ) com média de 4,38%.

<sup>56</sup> No Anexo B – Tabelas de dados sobre conselho de administração, encontram-se as tabelas completas com as informações sobre a coleta de dados.

Gráfico 9: Relação das 5 instituições de ensino superior mais encontradas na formação (graduação) dos conselheiros.



Fonte: Elaborado pelo autor com dados do IAN, Grupo 2 – Administração quadro 2 – Experiência Profissional e Formação Acadêmica de Cada Conselheiro (Administração e Fiscal) e Diretor<sup>57</sup>

Ainda sobre os resultados da compilação dos dados, cabe ressaltar a relação de profissões que mais formam os conselheiros de administração das companhias listadas na BM&FBovespa entre 1997 e 2007. A média desses últimos onze anos foi calculada sobre os dados válidos, isto é, sobre aqueles que apresentam os percentuais excluindo-se os conselheiros que não reportaram à área na qual obtiveram sua graduação.

Dessa forma, as cinco graduações que mais formaram os membros dos conselhos de administração de 1997 à 2007, segundo dados reportados são, em média: engenharia, com 32,37% dos conselheiros; economia, com 18,60% dos membros; administração, com 17,99% do total de conselheiros; Direito com 15,99% do total, e contabilidade, com representação de apenas 4,5% dos membros do conselho de administração.

<sup>57</sup> No Anexo B – Tabelas de dados sobre conselho de administração, encontram-se as tabelas completas com as informações sobre a coleta de dados.

Essas cinco mais representativas graduações têm médias somadas que representam quase 90% da formação dos conselhos de administração no Brasil (89,46%). Uma análise ao longo dos anos, permite-nos concluir que apenas o curso de administração apresentou crescimento consistente nos últimos anos, aumentando de 16,88% na formação de conselheiros em 1997 para 20,19% em 2007.

## **4.2 Testes para medir efeitos da relação entre a existência de diretoria jurídica e o desempenho das companhias**

### **4.2.1 Matriz de correlação e diagnóstico de colinearidade**

O propósito de verificar a correlação entre as variáveis estudadas fundamenta-se em aumentar a significância do modelo e, portanto, melhorar os resultados deste estudo. A correlação foi elaborada com dados de todos os anos (de 1997 a 2008), com três níveis de significância: 10% (\*), 5% (\*\*), 1%(\*\*\*). Os dados mostram elevadas correlações.

O retorno sobre os ativos totais (ROA) teve correlação com o Q de Tobin (-32,7%), com o Ln do número de conselheiros da empresa (13,9%) e com os ativos totais (29,1%).

O Q de Tobin teve correlação com o Ln dos ativos totais da empresa (-14,5). A existência de diretoria jurídica teve correlação com o Ln dos ativos totais da empresa (11,5%).

O Ln do número de conselheiros da empresa teve correlação consistente com parcela dos conselheiros externos (37,4%), Ln dos ativos totais (44,9%) e idade da empresa (15,4%).

A parcela dos conselheiros externos também teve correlação com Ln dos ativos totais (25,2%) e com a idade da empresa (16,9%).

Esses dados levantaram a hipótese de haver colinearidade entre as variáveis e, por isso, julgou-se conveniente medir o Fator de Inflação da Variância (ou Variant Inflation Factor – VIF). A colinearidade é comprovada com VIF menor que 10 e não foi encontrada entre as variáveis estudadas.

A tabela 8, a seguir, apresenta a matriz de correlação entre as variáveis e resume os testes para verificar a colinearidade.

**Tabela 8: Matriz de correlação e diagnóstico de colinearidade.**

Matriz de correlação e diagnóstico de colinearidade									
	Estatísticas de colinearidade		Correlação por vetor (soma dos anos)						
	Tolerance (1/VIF)	Variant Inflation Factor (VIF)	1.	2.	3.	4.	5.	6.	7.
1. Retorno sobre os Ativos Totais									
2. Valor da firma medido pelo Q de Tobin			-,327***						
3. Existência de Diretoria Jurídica na Empresa	0,974	1,027	,060**	,116***					
4. Parcela de Conselheiros formados em Direito	0,992	1,008	-,035**	-,075***	-0,004				
5. Ln do número de conselheiros da empresa	0,757	1,32	,139***	-,051**	,115***	-0,003			
6. Parcela dos conselheiros externos	0,86	1,162	,066***	,046**	,085***	-,030*	,374***		
7. Ln dos Ativos Totais da firma	0,795	1,259	,291***	-,145***	,107***	0,001	,449***	,252***	
8. Idade da Empresa em anos	0,963	1,039	-0,025	-0,037	-,065***	,072***	-,154***	-,169***	-,044***

Fonte: Elaborada pelo autor

Nota: \*\*\*  $p < 0,01$ ; \*\*  $p < 0,05$ ; \*  $p < 0,1$

Essa tabela apresenta os coeficientes de correlação, tolerância e VIF para as variáveis estudadas. Tendo em vista os valores encontrados para tolerância e VIF para as variáveis, é possível assumir um nível reduzido de colinearidade entre as variáveis independentes. Isto é, com a intenção de diminuir o risco de estimação de coeficientes viesados em decorrência de alta correlação entre as variáveis independentes, fez-se o diagnóstico de colinearidade, avaliando o grau de tolerância e VIF. Como aponta Field (2009), variáveis em que o valor da tolerância é menor que 0,2, e com VIF maior que 5, apresentam fortes indícios de existência de problemas de colinearidade. Caso contrário, seus estimadores podem ser assumidos como precisos.

#### 4.2.2 Teste de independência – não paramétrico de diferença de média

Os resultados mostraram fortes indícios de que a formalização da diretoria jurídica na companhia favorece o valor (Q de Tobin) e a rentabilidade (ROA) da empresa.

Conforme tabela 9, é possível verificar os níveis de significância abaixo de 0,1 a maioria dos anos da amostra (de 1997 a 2008), para ambos os parâmetros de desempenho (Q de Tobin e rentabilidade), o que representa médias de desempenho diferentes entre as companhias com diretoria jurídica formalizada e aquelas sem a formalização de tal estrutura.

Especificamente, os níveis de significância que corroboram esse estudo foram encontrados em: 2008 quanto à rentabilidade (0,082); 2007 para Q de Tobin com significância de 0,032; 2006 pela consistência da rentabilidade e do valor da empresa (0,092 e 0,056, respectivamente); 2005 também para ambos os parâmetros de ROA (0,03) e Q de Tobin (0,018); 2004 apenas para rentabilidade com 0,069 de significância; 2003 novamente para rentabilidade (ROA) e valor (Q de Tobin), com significância de 0,044 e 0,057; 2002 com 0,009 de significância no valor da companhia.

Em 2001, 2000 e 1999 os resultados foram consistentes para a rentabilidade com significância de 0,016, 0,008 e 0,032, respectivamente.

Finalmente, em 1998 e 1997 a significância não foi encontrada para ambos os quesitos de desempenho (valor e rentabilidade). Vale ressaltar a baixa existência de diretorias jurídicas entre as companhias listadas nesses anos (três em 1997 e seis em 1998), o que dificulta a realização de testes com significância de resultados.

Tabela 9: Teste de independência – não paramétrico.

Teste de Independência - Não paramétrico		
Ano ao qual pertence a observação	Rentabilidade da firma medida pelo Retorno sobre os Ativos Totais	Valor da firma medido pelo Q de Tobin
2008	Mann-Whitney U	2881,5
	Asymp. Sig. (2-tailed)	0,72
2007	Mann-Whitney U	2915
	Asymp. Sig. (2-tailed)	0,032
2006	Mann-Whitney U	1461
	Asymp. Sig. (2-tailed)	0,056
2005	Mann-Whitney U	1016,5
	Asymp. Sig. (2-tailed)	0,018
2004	Mann-Whitney U	1138
	Asymp. Sig. (2-tailed)	0,17
2003	Mann-Whitney U	595
	Asymp. Sig. (2-tailed)	0,057
2002	Mann-Whitney U	373,5
	Asymp. Sig. (2-tailed)	0,009
2001	Mann-Whitney U	265,5
	Asymp. Sig. (2-tailed)	0,485
2000	Mann-Whitney U	263,5
	Asymp. Sig. (2-tailed)	0,505
1999	Mann-Whitney U	262,5
	Asymp. Sig. (2-tailed)	0,359
1998	Mann-Whitney U	162
	Asymp. Sig. (2-tailed)	0,621
	Exact Sig. [2*(1-tailed Sig.)]	,799 <sup>a</sup>
1997	Mann-Whitney U	133
	Asymp. Sig. (2-tailed)	0,576
	Exact Sig. [2*(1-tailed Sig.)]	,754 <sup>a</sup>

Fonte: Elaborada pelo autor

#### 4.2.3 Resultados das regressões com dados em painel

Foram realizadas duas regressões com dados em painel para testar a tese de que a formalização da diretoria jurídica diferencia o desempenho (por meio de valor e rentabilidade) das companhias listadas na BM&FBovespa. A primeira regressão teve como variável

dependente o valor da empresa (Q de Tobin), enquanto a segunda, a rentabilidade da companhia (ROA), conforme analisado a seguir.

#### 4.2.3.1 Regressão com variável dependente Q de Tobin (valor da empresa)

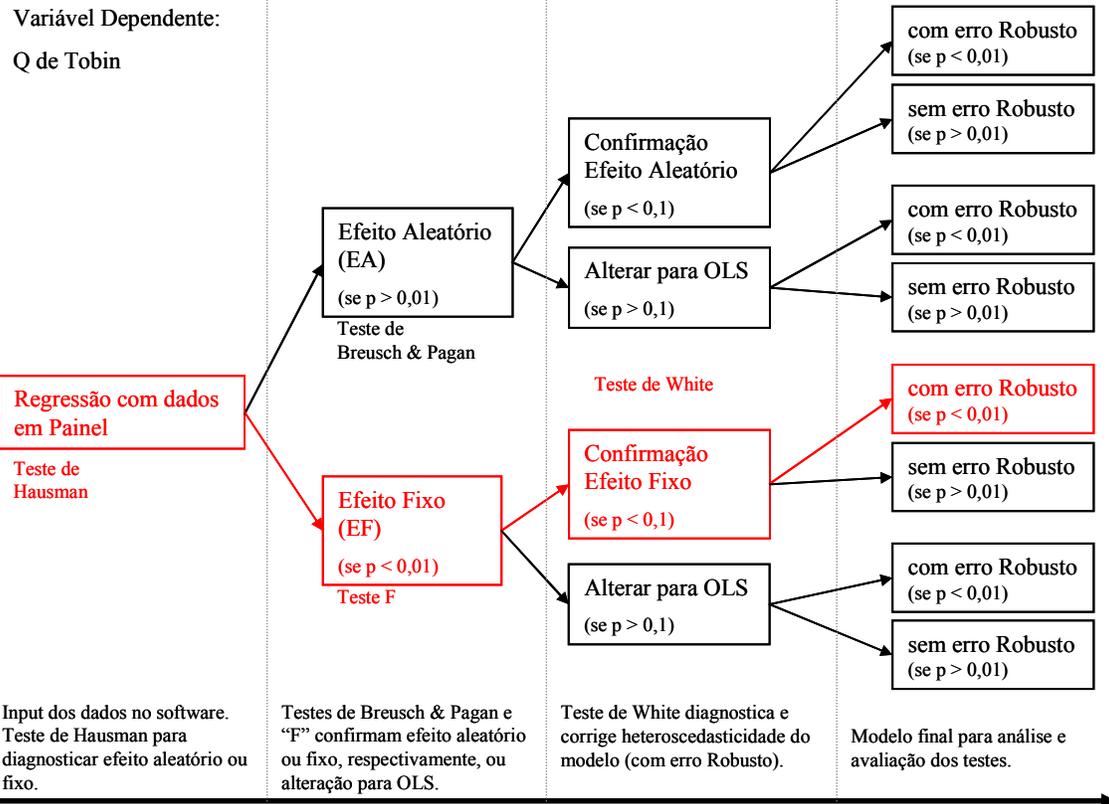
Foram realizadas regressões com a variável dependente Q de Tobin (como *proxy* do valor de mercado) para “i” empresas, em tempo “t”, em função da diretoria jurídica, membros do conselho de administração com formação em Direito, do tamanho do conselho, eventual número de conselheiros independentes e somatória de variáveis de controle, tamanho da firma e idade da empresa com ações listadas na BM&FBovespa, conforme a equação 1, abaixo:

$$Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{Diretoria jurídica}_{it} + \beta_2 \text{Board jurídico}_{it} + \beta_3 \ln \text{Tamanho do conselho}_{it} + \beta_4 \text{Outsiders}_{it} + \sum_{k=1}^j \varphi_j VC_{it} + \varepsilon_{it}$$

(Equação 1)

Conforme apresentado na metodologia (item 3.2.2, supra), foram realizadas sucessivas regressões, conforme a evolução dos testes. A respeito dos testes indicativos do modelo com melhor ajuste, constatou-se que o modelo de regressão de dados em painel, com Efeitos Fixos e erro-padrão robusto foi mais adequado. Ou melhor, o teste de Hausman apontou para melhor adequação do modelo de Efeitos Fixos, o teste F ratificou a adequação desse modelo, em relação ao modelo OLS. Finalmente, o teste de White indicou a possibilidade de heteroscedasticidade do termo de erro, indicando a conveniência de adotar o procedimento de estimação com erro padrão robusto. A figura 5 retrata a evolução dos testes, conforme segue:

**Figura 5: Evolução dos testes da regressão com dados em painel para variável dependente Q de Tobin.**



Fonte: Elaborada pelo autor

A simulação da regressão com dados em painel, tendo como variável dependente o valor da firma (medido pelo índice Q de Tobin), pelo método de Efeitos Fixos com erro-padrão robusto sugere as seguintes variáveis independentes com resultados consistentes: a parcela dos conselheiros externos (no nível de 5% de significância, a 0,03829), Ln dos ativos totais da firma (no nível de 10%, a 0,08478) e idade da empresa na bolsa de valores em anos (no nível de 1%, a 0,00001), de acordo com a tabela 10, a seguir. Foram consideradas 387 empresas não financeiras, ao longo de 12 anos, totalizando 2.358 observações na simulação.

**Tabela 10: Regressão de dados em painel com Efeitos Fixos e erro-padrão robusto para variável dependente Q de Tobin.**

<b>Parâmetros estimados para o valor da firma (Q de Tobin)</b>				
<b>(Método de regressão de dados em painel com Efeitos Fixos e erro-padrão robusto)</b>				
<b>Variáveis independentes</b>	<b>Coefficiente</b>	<b>Erro-Padrão</b>	<b>razão-t</b>	<b>p-valor</b>
Constante	0,239453	0,43038	0,5564	0,57802
Existência de Diretoria Jurídica na Empresa	-0,0153792	0,103017	-0,1493	0,88134
Parcela de Conselheiros formados em Direito	0,00428374	0,00273179	1,5681	0,11702
Ln do número de conselheiros da empresa	-0,0118333	0,111787	-0,1059	0,91571
Parcela dos conselheiros externos	-0,0027354	0,00131943	-2,0732	0,03829 **
Ln dos Ativos Totais da firma	-0,0497614	0,0288563	-1,7245	0,08478 *
Idade da Empresa em anos	0,0575638	0,00785221	7,3309	<0,00001 ***
R <sup>2</sup> Ajustado	0,483074			
Critério de Akaike	5900,625			
Estatística F (p-valor)	< 0,0001			
Estatística Durbin Watson	1,263194			

Fonte: Elaborada pelo autor

Nota: \*\*\* p < 0,01; \*\* p < 0,05; \* p < 0,1

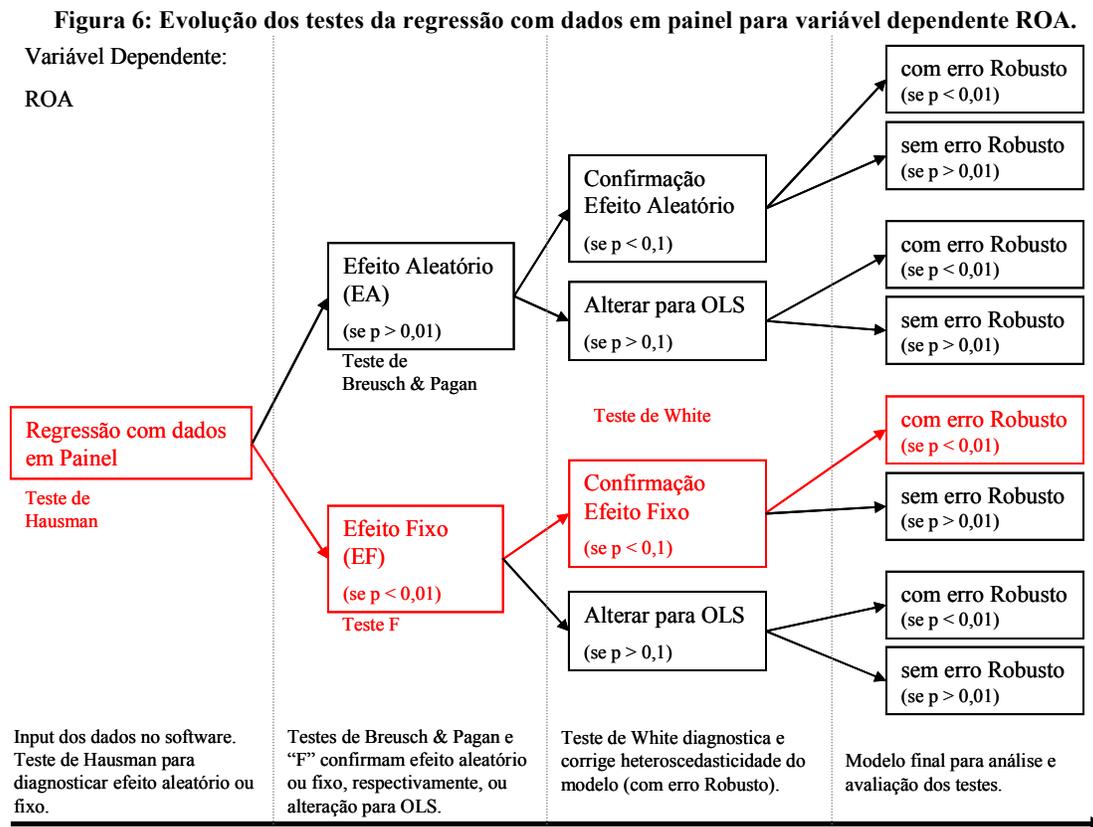
#### 4.2.3.2 Regressão com variável dependente ROA (rentabilidade da empresa)

Foram realizadas regressões com a variável dependente ROA (como *proxy* dos retornos das companhias) para “i” empresas, em tempo “t”, em função de diretoria jurídica, membros do conselho de administração com formação em Direito, tamanho do conselho, eventual número de conselheiros independentes e somatória de variáveis de controle, tamanho da firma e idade da empresa com ações listadas na BM&FBovespa, conforme equação 2, abaixo:

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{Diretoria Juridica}_{it} + \beta_2 \text{Board Juridico}_{it} + \beta_3 \ln \text{Tamanho do conselho}_{it} + \beta_4 \text{Outsiders}_{it} + \sum_{k=1}^j \varphi_j VC_{it} + \varepsilon_{it}$$

(Equação 2)

Conforme apresentado na metodologia (item 3.2.2, supra), foram realizadas sucessivas regressões, conforme a evolução dos testes. A respeito dos testes indicativos do modelo com melhor ajuste, constatou-se que o modelo de regressão de dados em painel, com Efeitos Fixos e erro-padrão robusto foi mais adequado. Ou seja, o teste de Hausman apontou para melhor adequação do modelo de Efeitos Fixos, o teste F ratificou a adequação desse modelo, em relação ao modelo OLS. Finalmente, o teste de White indicou a possibilidade de heteroscedasticidade do termo de erro, indicando a conveniência de adotar o procedimento de estimação com erro-padrão robusto. A figura 6 retrata a evolução dos testes, conforme segue:



Fonte: Elaborada pelo autor

A simulação de regressões com dados em painel, tendo como variável dependente a rentabilidade da firma (medida pelo retorno sobre os ativos totais da empresa), pelo método de Efeitos Fixos com erro-padrão robusto, sugere as seguintes variáveis independentes com resultados consistentes: a existência de diretoria jurídica na empresa (no nível de 5% de significância e a 0,03409), Ln do número de conselheiros na companhia (no nível de 10% e a

0,09810) e Ln dos ativos totais da firma (no nível de 5% e a 0,04892), como mostra a tabela 10 a seguir. Foram consideradas 413 empresas não financeiras, ao longo de 12 anos, totalizando 3.188 observações na simulação.

**Tabela 11: Regressão de dados em painel com Efeitos Fixos e erro-padrão robusto para variável dependente ROA.**

<b>Parâmetros estimados para a Rentabilidade dos Ativos da firma (ROA)</b>				
<b>(Método de regressão de dados em painel com Efeitos Fixos e erro-padrão robusto)</b>				
<b>Variáveis independentes</b>	<b>Coefficiente</b>	<b>Erro-Padrão</b>	<b>razão-t</b>	<b>p-valor</b>
Constante	-35,7675	15,7311	-2,2737	0,02306 **
Existência de Diretoria Jurídica na Empresa	3,59602	1,69622	2,12	0,03409 **
Parcela de Conselheiros formados em Direito	0,019605	0,0446995	0,4386	0,66099
Ln do número de conselheiros da empresa	4,6587	2,81548	1,6547	0,0981 *
Parcela dos conselheiros externos	-0,0382241	0,0494047	-0,7737	0,43918
Ln dos Ativos Totais da firma	2,68955	1,36515	1,9701	0,04892 **
Idade da Empresa em anos	-0,43615	0,281587	-1,5489	0,12152
R <sup>2</sup> Ajustado	0,460463			
Crítério de Akaike	29764,75			
Estatística F (p-valor)	< 0,0001			
Estatística Durbin Watson	1,413384			

Fonte: Elaborada pelo autor com base nos cálculos realizados

Nota: \*\*\* p < 0,01; \*\* p < 0,05; \* p < 0,1.

Para organizar os resultados, a tabela 12 concentra os objetivos, métodos e resultados, respectivamente, conforme segue:

Tabela 12: Resumo dos objetivos, métodos e resultados.

Resumo dos objetivos, métodos e resultados				
Objetivos	Métodos	Resultados		
	Descrição do método	Descrição dos resultados	Gráficos e tabelas associados	
Identificar quais dados são relevantes para suportar pesquisa sobre o impacto da existência de diretorias jurídicas formalizadas no desempenho das companhias listadas na BM&FBovespa.	Coleta de dados em duas bases distintas:	1. Aumento do número de diretorias jurídicas de 03 para 35, de 1997 a 2008, entre as companhias listadas na BM&FBovespa.	Gráfico 5 (p. 121)	
	(i) Relatório de Informações Anuais (IAN), que as empresas de capital aberto remetem periodicamente e compulsoriamente à CVM. Esses dados possibilitaram a obtenção de dados para verificar junto às companhias a existência do cargo jurídico na diretoria executiva (como diretor jurídico, superintendente jurídico, vice-presidente jurídico, entre outros);	2. Aumento exponencial do percentual de diretoria jurídica de 9,09% para 8,93%, de 1997 a 2008, entre as companhias listadas na BM&FBovespa.	3. Aumento do número de diretorias jurídicas por setor das companhias listadas na BM&FBovespa	Gráfico 6 (p. 122)
	(ii) banco de dados do Economática, utilizados para avaliar e comparar o desempenho financeiro nos testes realizados para o valor (Q de Tobin) e rentabilidade (ROA).	4. Graduação em Direito como as mais comuns entre os membros dos Conselhos de Administração	5. Universidades que mais formam membros de Conselhos de Administração	Gráfico 7 (p. 123)
				Gráfico 8 (p. 126)
				Gráfico 9 (p. 127)
Verificar se as companhias listadas na BM&FBovespa apresentam desempenho financeiro distinto, quanto a valor e rentabilidade, pela formalização de diretorias jurídicas.	<p><b>Teste 1</b> Para medir a correlação entre as variáveis dependentes e a multicolinearidade. Matriz de correlação e colinearidade para verificar indícios de efeito diferenciado pela existência de diretoria jurídica formalizada e outras variáveis frente ao valor e à rentabilidade das empresas. As variáveis correlacionadas são: Rentabilidade, ROA = LL/AT, Q de Tobin, existência de diretoria jurídica na empresa, parcela de conselheiros formados em Direito, Ln Tamanho do Conselho, <i>outsider</i> ou parcela dos conselheiros externos, Ln Ativo Total, Idade da empresa na Bolsa em anos.</p>	1. Houve correlação entre as variáveis:	Tabela 8 (p.129)	
		(i) retorno sobre os ativos totais (ROA) teve consistente correlação com o Q de Tobin (-32,7%), com o Ln do número de conselheiros da empresa (13,9%) e com os ativos totais (29,1%);		
		(ii) Q de Tobin teve correlação com o Ln dos ativos totais da empresa (-14,5). A existência de diretoria jurídica teve correlação com o Ln dos ativos totais da empresa (11,5%);		
		(iii) Ln do número de conselheiros da empresa teve correlação consistente com parcela dos conselheiros externos (37,4%), Ln dos ativos totais (44,9%) e idade da empresa (15,4%);		
		(iv) parcela dos conselheiros externos também teve correlação significativa com Ln dos ativos totais (25,2%) e com a idade da empresa (16,9%).		
		2. Hipótese de haver colinearidade foi negada pelo Fator de Inflação da Variância (ou Variant Inflation Factor – VIF).		
	<p><b>Teste 2</b> Teste de independência entre ROA, Q de Tobin e a existência de diretoria jurídica, por meio de teste não paramétrico de diferença de médias: mesmo objetivo de verificar a diferença de valor da empresa (Q de Tobin) e rentabilidade (ROA) para companhias com e sem existência de diretoria jurídica formalizada.</p>	Os resultados mostraram fortes indícios de que a formalização da diretoria jurídica na companhia favorece o valor (Q de Tobin) e a rentabilidade (ROA) da empresa.	Tabela 9 (p. 131)	
<p><b>Teste 3:</b> Regressões com dados em painel:</p>				
Regressão com variável dependente Q de Tobin (conforme equação 1, p. 116)	Resultados consistentes para geração de valor e rentabilidade para companhias listadas na BM&FBovespa para: parcela dos conselheiros externos, Ln dos ativos totais da firma e idade da empresa na bolsa de valores em anos.	Tabela 10 (p. 134)		
Teste de Hausman, Teste de Breusch & Pagan e Teste “F” e Teste de White.	Confirmação do Efeito Fixo e erro robusto	Figura 5 (p. 133)		
Regressão com variável dependente ROA (conforme equação 2, p. 117)	Resultado consistente quanto à existência de diretoria jurídica para a existência de diretoria jurídica na empresa, Ln do número de conselheiros na companhia e Ln dos ativos totais da firma	Tabela 11 (p. 136)		
Teste de Hausman, Teste de Breusch & Pagan e Teste “F” e Teste de White.	Confirmação do Efeito Fixo e erro robusto	Figura 6 (p.135)		

Fonte: Elaborada pelo autor

## 5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo insere-se no contexto de hostilidade do ambiente corporativo, na evolução das estruturas de controle e gestão das empresas, no conflito de agência, no processo de regulamentação (legislação) para combater essa hostilidade, na governança corporativa como forma das companhias fazerem mais do que a regulamentação exige e, finalmente, na discussão de como a diretoria jurídica integra esse cenário.

Precisamente, o contexto deste estudo caracteriza-se pela notoriedade do aumento da percepção de que as corporações atuam em ambiente hostil, caracterizado por lavagem de dinheiro, fraudes financeiras e contábeis, sonegação e evasão de divisas, falta de transparência, problemas de prestação de contas, pouco senso de justiça e desequilíbrio entre os vários agentes nas relações empresariais (*stakeholders*).

A história da hostilidade evolui com a do homem e se reflete nas estruturas de controle ao longo do tempo. Instituições sociais foram desenvolvidas em larga escala como resposta para um mundo fundamentado em incertezas e em vista de que para a condução da vida humana se fez necessária a introdução de pequenas regras e normas para organizar a relação humana e econômica (WILLIAMS e FINDLAY, 1984). Junto com a evolução de agrupamento humano, surge a ideia de “representação” de um homem por outro, a institucionalização do tema (PITKIN, 1969) e a associação da atividade humana identificada como “empresa” (DAVIS, 1961). Com a segunda revolução industrial, e as grandes somas de dinheiro necessárias para financiar e desenvolver os vastos recursos que o planeta nos provia, a era do capitalismo financeiro emergiu, coincidiu com o crescimento da democracia e a cristalização do moderno conceito de representação e, portanto, com a atual estrutura de controle e gestão das companhias (WANNISK, 1978).

Contudo, a separação entre a propriedade e a gestão empresarial, fruto dessa estrutura de controle e gestão das companhias, faz surgir o conflito de agência (BERLE e MEANS, 1932), além de medidas e custos para equalização desses conflitos (JENSEN e MECKLING, 1976).

Por isso, surgiram formas de aumentar o controle sobre os aspectos corporativos mais importantes com foco na diminuição dessa hostilidade, como a legislação sobre *compliance*, a Lei Sarbanes-Oxley, as práticas corporativas que representam mais do que a legislação exige, adotando princípios de transparências, prestação de contas, tratamento equitativo dos acionistas e responsabilidade corporativa<sup>58</sup>, adoção de padrões de conduta e ética corporativa mais estruturadas. Especificamente no Brasil, a legislação avançou sobre o tema com a Lei n. 10.303 de 2001, entre outras, e constantes novos atos regulatórios da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Nesse contexto, a insuficiência do cumprimento da legislação leva algumas companhias a fazerem além do que as normas exigem para se diferenciarem quanto ao tratamento do tema. Daí, a adoção de práticas de governança corporativa, ou seja, do sistema pelo qual as “sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre Acionistas/Cotistas, Conselho de Administração, Diretoria, Auditoria Independente e Conselho Fiscal [...] com a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para a sua perenidade”.<sup>59</sup>

Diversas instituições colaboraram para o sucesso do processo de introdução dessas práticas aos investidores, como a BM&FBovespa, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC).

Essa problemática amplia-se com o questionamento sobre a eficácia da implementação desses aspectos como resposta ao ambiente hostil e a conseqüente valorização da companhia. E mais, as questões centram-se em definir quais as práticas vigentes no mercado e na medição de seus efeitos como resposta à hostilidade e valorização da empresa.

Muitos estudos objetivaram a mensuração dos efeitos da adoção das práticas de governança corporativa (conforme item 2.7 deste estudo). Neste trabalho se expôs um novo estudo, que

---

<sup>58</sup> Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), Código das Melhores Práticas Governança Corporativa, 2004, p. 9.

<sup>59</sup> IBGC, Código das Melhores Práticas Governança Corporativa, 2004, p. 6.

investiga se a existência de diretorias jurídicas influenciam o desempenho das companhias listadas em bolsa no Brasil. Este estudo é justificado pela crescente exposição das companhias a passivos contingenciais (como processos trabalhistas, tributários, cíveis, de direitos do consumidor e ambientais), que deveriam aumentar proporcionalmente o grau de formalização de suas estruturas jurídicas, principalmente pela existência de uma diretoria jurídica para gestão e enfrentamento desses temas e para cumprimento de princípios fundamentais de governança corporativa, como prestação de contas (sobre tais passivos) e transparência (comunicação dos riscos que esses passivos representam).

Posto isso, este estudo teve dois objetivos. Primeiro, pretendeu-se identificar quais dados são relevantes para suportar testes sobre o impacto da existência de diretorias jurídicas no desempenho das companhias listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBovespa). Segundo, com os dados destacados no primeiro objetivo, objetivou-se verificar se essas companhias apresentavam desempenho financeiro distinto, quanto ao valor e à rentabilidade, pela formalização de diretorias jurídicas.

Assim os objetivos específicos foram: primeiro, realizar coleta de dados e informações disponibilizadas pela CVM nos Formulários Anuais de Informação (IAN), quanto à existência de alguma estrutura independente e autônoma (como diretoria, vice-presidência ou superintendência jurídica), para se responsabilizar pelas questões legais da empresa e que se reporte ao principal executivo da companhia, nas empresas com ações listadas na BM&FBovespa, com dados coletados de 1997 a 2008; e segundo, verificar, entre as tais companhias, se há diferença de desempenho, considerados neste estudo valor (Q de Tobin) e rentabilidade (ROA), pela existência ou não da diretoria jurídica.

Para cumprir o primeiro objetivo apresentado, foram coletados dados de 1997 a 2008 no IAN, relatório que as empresas de capital aberto remetem periodicamente e compulsoriamente à CVM, e no banco de dados da Economática: dados utilizados para avaliar e comparar o desempenho financeiro nos testes realizados para valor (Q de Tobin) e rentabilidade (ROA).

O método utilizado abrangeu a matriz de correlação e o teste de colinearidade, para justificar o uso das variáveis independentes e, conseqüentemente, para melhor explicar a regressão, além de detectar eventual multicolinearidade (não encontrada na amostra); o teste de independência, ou teste não paramétrico de diferença de médias, entre companhias listadas com diretorias jurídicas e o grupo de empresas sem essa diretoria; duas regressões com dados em painel, tendo o Q de Tobin e o ROA como variáveis dependentes representaram o modelo usado neste trabalho.

No que se refere às regressões com dados em painel, retiraram-se da amostra as companhias do setor financeiro para evitar distorções nos resultados. Após a realização do teste de Hausman para diagnosticar o efeito aleatório ou fixo, dos testes de Breusch & Pagan e do teste F para confirmar o resultado do teste de Hausman ou alterar o modelo para OLS, respectivamente, seguido do teste de White para verificar a existência e corrigir eventual heteroscedasticidade (hipótese de erro robusto), chegou-se aos resultados finais para análise.

Cumpriram-se os objetivos desse estudo pelos resultados apresentados. As respostas quanto aos dados pesquisados para suportar os testes quantitativos (primeiro objetivo) foram relevantes e representativos ao mostrar a elevação exponencial (conforme gráfico 6) de companhias com existência de diretorias jurídicas de 1,35% para aproximadamente 10% em 2008. Na mesma linha, houve também evolução do número de setores da economia com existência de diretorias jurídicas, aumentando de três setores em 1997 para mais de quinze em 2008.

Quanto à formação em direito dos membros dos conselhos de administração, não houve evolução consistente mantendo em torno de 15% do total de conselheiros de 1997 a 2008.

Os resultados dos testes (referentes ao segundo objetivo) mostraram fortes indícios de que a formalização da diretoria jurídica na companhia favorece o valor (Q de Tobin) e a rentabilidade (ROA) das companhias listadas na BM&FBovespa.

A matriz de correlação apresentou resultados elevados e significantes, mas que não culminaram em colinearidade, segundo o teste VIF (Variant Inflation Factor). As variáveis com maior número de correlação relevante foram: número de anos que a companhia é listada na BM&FBovespa (correlação significativa com o retorno sobre os ativos totais, Q de Tobin, número de conselheiros da empresa, tamanho da empresa e parcela dos conselheiros independentes), retorno sobre os ativos totais (Q de Tobin, número de conselheiros e tamanho da empresa) e número de conselheiros externos (parcela dos conselheiros externos, tamanho da empresa e tempo de companhia listada na BM&FBovespa).

O teste de independência ou não paramétrico de diferença de média mostrou significância quanto ao Q de Tobin e ROA em 2003, 2005 e 2006; significância somente quanto ao Q de Tobin em 2002 e 2007; e, significância exclusivamente quanto ao ROA em 1999 a 2001, 2004 e 2008. Somente em 1997 e 1998 não houve significância de resultados, em vista do baixo número de empresas com diretorias jurídicas – três e seis diretorias, respectivamente.

A regressão com dados em painel, tendo o Q de Tobin como variável dependente, teve resultados consistentes quanto à parcela dos conselheiros externos (com 5% de significância), com o tamanho da firma (com 10% de significância) e com o tempo de companhia listada na bolsa de valores (com 1% de significância). Ou seja, os fatores maior o número de conselheiros externos, maior o patrimônio líquido da companhia e mais tempo a empresa tem listada na BM&FBovespa, isoladamente, mostraram-se relevantes para aumentar o valor da companhia.

Quanto à regressão com dados em painel, tendo o ROA como variável dependente, os resultados foram significantes para o número de conselheiros da empresa (com 10% de significância), tamanho da empresa (com 5% de significância) e, finalmente, para a existência de diretorias jurídicas na empresa (com 5% de significância). Isto é, o maior número de conselheiros, maior o patrimônio líquido da empresa e a presença de diretoria jurídica no quadro da diretoria executiva, isoladamente, revelaram-se significantes para aumentar a rentabilidade.

É importante ressaltar que a formação em Direito dos membros do conselho de administração não apresentou resultado relevante neste estudo para ambas as regressões, independente da variável dependente.

A pesquisa teve como limitação o fato de muitas companhias não divulgarem cargos específicos da diretoria executiva no IAN, de forma que impossibilitou identificar algumas diretorias como jurídicas. Isso fere o princípio da transparência, pois impossibilita os *stakeholders* de acessar a precisa estrutura de controle e gestão da companhia, bem a forma como os passivos contingenciais são tratados pelas companhias listadas. Não se pode afirmar outrossim que se feriu o princípio da prestação de contas, pois são divulgados no IAN, Grupo 16 – Ações Judiciais, os passivos trabalhistas, fiscais/tributários e outros, bem como suas respectivas relações com o percentual do patrimônio líquido e do lucro líquido, o valor do provisionamento e o valor total da contingência.

Fruto da limitação de dados, que dariam mais consistência a esta pesquisa, faz-se três sugestões à CVM. A primeira, que se atualize a cartilha de governança corporativa, que data de julho de 2002, e contém conceitos e princípios já evoluídos pela BM&FBovespa e pelo IBGC; a segunda, que se normatize a entrega do IAN com obrigatoriedade de cargos padronizados para evitar a informação vaga quanto ao cargo (diretor) sem designação específica; a terceira se refere à necessidade de aumento da fiscalização quanto ao preenchimento do IAN, em vista de companhias publicarem suas informações depois do prazo ou entregarem no prazo sem qualidade nas informações prestadas.

Em relação a esta linha de investigação, é possível identificar alternativas para pesquisas futuras. Em vista da divulgação no IAN, Grupo 16 – Ações Judiciais, é possível acessar o valor do provisionamento e dos passivos contingenciais, de forma que podem ser incorporados como variável independente a este estudo. Outra alternativa seria pesquisa qualitativa pela entrevista dos atuais diretores jurídicos das companhias listadas, ou ao menos amostra, com aplicação de questionário específico.

**REFERÊNCIA BIBLIOGRÁFICA**

ACHEN, Christopher H. Interpreting and using regression. *Sage Publications* Beverly Hills, California, 1982.

ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José Paschoal. *Governança corporativa. Fundamentos, desenvolvimento e tendências*. 1. ed. São Paulo: Atlas, 2004.

ANG, James; COLE, Rebel; LIN, James. Agency costs and ownership structure. *Journal of Finance*, fev. 2000, v. 55, n. 1, pp. 81-106.

BARNHART, Scott; MARR, Wayne; ROSENSTEIN, Stuart. Firm performance and board composition: some new evidence. *Managerial & Decision Economics*, 1994, v. 15, n. 4, pp. 329-340.

BARROS, L. B. C; FAMA, Rubens. Q de Tobin e seu uso em finanças: aspectos metodológicos e conceituais. *Caderno de Pesquisas em Administração*. São Paulo, v. 7, n. 4, 2000, pp. 27-43.

BARROS, Lucas A.; SILVEIRA, Alexandre Di Miceli; SILVEIRA, Héber P. Determinantes da concentração do direito de controle nas companhias abertas brasileiras. *IV Encontro Brasileiro de Finanças*. Rio de Janeiro, 22 e 23 jul. 2004, Anais..., (CD-ROM).

BASSET, Gilbert; KOENKER, Roger. Regression quantiles. *Econométrica*, 1978, v. 46, pp. 33-50.

BAYSINGER, Barry D.; HENRY N. Butler. Corporate governance and the board of directors: value effects of changes in board composition. *Journal of Law, Economics and Organization*, 1985, v. 1, pp. 101-124.

BERLE JR., Adolf; MEANS, Gardiner C. *The modern corporation and private property*. 1. ed. New York: Macmillian Publishing Company, 1932.

BHAGAT, Sanjai; BLACK, Bernard. The uncertain relationship between board composition and firm value. *Business Lawyer*, 1999, v. 54, pp. 921-963.

\_\_\_\_\_. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br>>. Acesso em: jan.-abr. 2009(a).

\_\_\_\_\_. *Regulamento de listagem do Novo Mercado*. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pdf/RegulamentoNMercado.pdf>>. Acesso em: abr. 2009(b).

\_\_\_\_\_. *Regulamento de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa Nível 2*. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/mercados/download/RegulamentoNivel2.pdf>>. Acesso em: abr. 2009(c).

\_\_\_\_\_. *Regulamento de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa Nível 1*. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/mercados/download/RegulamentoNivel1.pdf>>. Acesso em: abr. 2009(d).

\_\_\_\_\_. *Regulamento de Listagem do Bovespa Mais*. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/mercados/download/Regulamento-Bovespa-Mais.pdf>>. Acesso em: jul. 2010.

BREUSCH, T; PAGAN, A. A simple teste for heteroscedasticity and random coefficient variation. *Econometrica*, v. 47, 1979, pp. 1287-1294.

BUSSAB, Wilton de Oliveira; MORETTIN, Pedro Alberto. *Estatística básica*. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2005.

CADBURY COMMITTEE. *The report of the Committee on financial aspects of corporate governance*. Londres: Cadbury Committee, dez. 1992. Mimeografado.

CARLSSON, Rolf. *Owership and value creation: strategic corporate governance in the new economy*. 1. ed. New York: John Wiley & Sons, 2001.

CARTER, David A.; SIMKINS, Betty J.; SIMPSON, W. Gary. Corporate governance, board diversity and firm value. *Financial Review*, 38, 2003, pp. 33-53.

CARVALHOSA, Modesto. *A Nova Lei das Sociedades Anônimas*. 1. ed. São Paulo: Saraiva, 2002.

CASTRO, Claudio M. *A prática da pesquisa*. São Paulo: McGraw-Hill, 1978.

COASE, Ronald. The Nature of the firm. *Economia*, v. 4, pp. 386-405, 1937.

CHAYES, A. The modern corporation and the rule of law. In: MASON, Edward S. (Ed.). *The corporation in modern society*. Cambridge: Harvard University Press, 1959.

CHUNG, Kwang; SIU, Juan; WESTON, Fred. *Takeovers, restructuring and corporate governance*. 2 ed. [S.L.], Prentice Hall, 1998. 564 p.

COELHO, Fábio Ulhoa. *Manual de Direito Comercial*. 5. ed. São Paulo: Saraiva, v. 2, 2002.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). *Recomendações da CVM sobre governança corporativa*, 2002.

\_\_\_\_\_. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/port/atos/oficios/OFCVM\\_SEP\\_01\\_2003.asp#A](http://www.cvm.gov.br/port/atos/oficios/OFCVM_SEP_01_2003.asp#A)>. Acesso em: jan. 2010.

CORE, J. E.; GUAY, W.; LARCKER, D. F. Executive equity compensation and incentives: a survey. *Economic Policy Review*, 2003.

CORREIA, Luís B. *Os administradores de Sociedades Anónimas*. Coimbra: Almedina, 1993.

DAVIS, J. P. *Corporations*. New York: Capricorn Books, v. 2, 1961.

DENIS, Diane L. Twenty-five years of corporate finance research ... and counting. *Review of Financial Economics*, 10, 2001, pp. 191-212.

DENIS, Diane L.; MCCONNELL, John T. International corporate governance. *The Journal of Finance and Quantitative Analyses*, mar. 2003, v. 38, n. 1, pp. 1-36.

ERHARDT, Niclas L.; SHRADER, Charles B.; WERBEL, James D. Board of director diversity and firm financial performance. *Corporate Governance. An International Review*, 2003, 11, pp.102-111.

FIELD, A. *Descobrendo a estatística usando o SPSS*. 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2009.

FINDLAY, M Chapman; WILLIAMS, Edward E., Corporate Governança: A Problem of Hierarchies and Self Interest. *Journal of Economics and Sociology*, v. 43, n. 1, p. 19-36, Janary, 1984.

FREUND, John E. *Estatística aplicada*. 11. ed. Porto Alegre: Bookman, 2006.

FUBARA, Edward; STIMPert, Larry; WAGNER, John. Board composition and organizational performance: two studies of insider/outsider effects. *Journal of Management Studies*, 1998, v. 35, pp. 655-677.

GIBBONS, Judge J. Governance of industrial corporations in an industrial democracy. *The Business Lawyer*, mar. 1976.

GIBSON, Michael S. Is corporate governance ineffective in emerging markets?. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2003, v. 38, n. 1, pp. 231-250.

GUJARATI, Damodar N. *Econometria Básica*. 1 ed. São Paulo: Makron Books, 2000.

HARRIS, Milton; RAVIV, Arthur. Corporate governance: voting rights and majority rules. *Journal of Financial Economics*, 1998, v. 20, pp. 203-236.

HARVARD BUSINESS REVIEW. *Experiências de governança corporativa – On corporate governance*. Rio de Janeiro: Campus, 2001.

HAUSMAN, J. A. Specification testes in econometrics. *Econometrica*, v. 46, nov. 1976, pp. 1251-1271.

HERMALIN, Benjamin E.; WEISBACH, Michael. S. Board of directors as an endogenously determined institution: a survey of the economic literature. *Economic Politic Review*, 2000.

\_\_\_\_\_. The effects of board composition and direct incentives on firm performance. *Financial Management*, Financial Management Association, vol. 20(4), winter 1991.

HOBBSAWM, Eric J. *A Era das revoluções – 1789-1848*. 17. ed. São Paulo: Paz e Terra, 1977.

HOLDERNESS, C. G. A survey of blockholders and corporate control. *Economic Policy Review*, 2003.

HOUAISS, Antônio. *Dicionário Houaiss da Língua Portuguesa*. 1. ed. Rio de Janeiro: Objetiva, 2001.

HSIAO, Cheng. *Analysis of panel data*. Cambridge: Cambridge University Press, 1999.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA – IBGC. *Código Brasileiro das Melhores Práticas de Governança Corporativa*, 3. ed. São Paulo, 2004.

\_\_\_\_\_. *Código Brasileiro das Melhores Práticas de Governança Corporativa*, 4. ed. São Paulo, 2009.

\_\_\_\_\_. *Uma década de governança corporativa – histórias do IBGC, marcos e lições da experiência*. 1. ed. São Paulo: Saint Paul, 2005.

\_\_\_\_\_. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br>>. Acesso em: jan.-abr. 2010.

JENSEN, Michael. The modern industrial revolution, exit, and failure of internal control systems. *Journal of Finance*, 48, 1993, pp. 831-880.

\_\_\_\_\_. *A theory of the firm: governance, residual claims, and organizational forms*. 1. ed. [S. l.] Harvard University Press, 2001, pp. 1-320.

JENSEN, Michael; MECKLING, William. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership. *Journal of Financial Economics*, out. 1976, v. 3, pp. 205-360.

\_\_\_\_\_. The nature of man. *Journal of Applied Corporate Finance*, v. 7, n. 2, pp. 4-19, Summer 1994.

JOHN, K.; SENBET, L. W. Corporate governance and board effectiveness. *Journal of Banking and Finance*, 22, 1998, pp. 371-403.

KARPOFF, J. M. The impact of shareholder activism on target companies: a survey of empirical findings. *Working Paper* University of Washington, 1998.

KNIGHT, F. Risk, uncertainty and profit. 1921.

LAPPONI, J. C. *Estatística usando Excel*. São Paulo: Lapponi, 2000.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florêncio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. Law and Finance. *Journal of Political Economy*, 1998, v. 106, pp. 1113-1155.

LODI, João Bosco. *Governança corporativa – o governo da empresa e o conselho de administração*. 3. ed. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

LONGMAN, Addison W. *Longman Active Study Dictionary*. 3. ed. Harlow: Addison W. Longman, 1998.

MACE, Miles L. Directors: myth and reality. *Boston division of research*. Harvard Business School, 1971.

MARTINS, Gilberto de Andrade. *Manual para elaboração de monografias e dissertações*. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

MATARAZZO, Dante C. *Análise financeira de balanços – abordagem básica e gerencial*. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2003.

MATOS, Orlando Carneiro. *Econometria básica – teoria e aplicações*. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2000.

MOTTA, Fernando C. Prestes; VASCONCELOS, Isabella F. Gouveia de. *Teoria geral da administração*. 1. ed. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2002.

MURPHY, K. Executive Compensation. In: *Handbook of Labor Economics*.

NEGRÃO, Ricardo. *Manual de Direito Comercial e da Empresa*. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2003, v. 1.

OCDE. *OCDE Principles of Corporate Governance*. Paris: OCDE, 1999.

PITKIN, Harriet. *Representation*. New York: Artherton Press, 1969.

REQUIÃO, Rubens. *Manual de Direito Comercial*. 25. ed. São Paulo: Saraiva, 2003, v. 2.

SALMON, Walter J. Prevenção de crises – como engrenar o conselho. In: *Experiências de governança corporativa. Harvard Business Review*. 1. ed. São Paulo: Campus, 2001, pp. 9-31.

SECURATO, José Roberto; SECURATO, José Cláudio. *Medida para avaliação da estrutura de capital da empresa e a governança corporativa – estudo introdutório*. SEMEAD, 2002.

SEVERINO, Antônio Joaquim. *Metodologia do trabalho científico*. 22. ed. São Paulo: Cortez, 2002.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, 1997, 52, pp. 737-783.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli. *Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil*. 1. ed. São Paulo: Saint Paul, 2005.

\_\_\_\_\_. *Governança corporativa e estrutura de propriedade*. 1. ed. São Paulo: Saint Paul, 2006.

STEVENSON, W. J. *Estatística aplicada à administração*. São Paulo: Harbra, 2001.

TIROLE, Jean. Corporate governance. *Econometrica*. 2001, v. 69, n. 1, pp. 1-35.

VENTURA, Luciano Carvalho. *Governança corporativa – seis anos de notícias*. 1. ed. São Paulo: Saint Paul, 2005.

VIÉNOT REPORT. Le conseil d'administration des sociétés cotées. *Rapport du Comité sur le gouvernement d'entreprise présidé par M. Marc Viénot*. Paris. Disponível em: <[http://www.ecgi.org/codes/documents/vienot1\\_fr.pdf](http://www.ecgi.org/codes/documents/vienot1_fr.pdf)>. Acesso em: jan. 2010.

WANNISKI, Jude. *The way the word works*. New York: Simon and Schuster, 1978.

WHITE, H. The heteroscedasticity consistent covariance matrix estimator and a direct test of heteroscedasticity, *Econometrica*, vol. 48, 1980, pp 817-818.

WILLIAMSON, Oliver. *Markets and hierarchies: analysis and antitrust implications*. New York: Free Press, 1975, p. 286.

\_\_\_\_\_. *The economic institutions of capitalism*. New York: Free Press, 1985.

WOOLDRIDGE, Jeffrey M. *Introductory econometrics: a modern approach*. 1. ed. 2006.

ZINGALES, Luigi. Inside ownership and the decision to go public. *Review of Economic Studies*, 1995, v. 62, pp. 425-448.

\_\_\_\_\_. Corporate governance. In: NEWMAN, Peter (Ed.). *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*. New York, NY: Macmillian, 1998, p. 2210.

## **ANEXOS**

Anexo A – Relação de companhias participantes da pesquisa e o destaque para a existência de diretoria jurídica formalizada

Anexo B – Tabelas de dados sobre conselho de administração

**Anexo A – Relação de companhias participantes da pesquisa e o destaque para a existência de diretoria jurídica formalizada**

**Tabela 13: Relação de companhias participantes da pesquisa e o destaque para a existência de diretoria jurídica formalizada.**

Ordem	Empresa	Entrada na Bolsa	Setor Industrial *	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Total
1	ABYARA PLANEJAMENTO IMOBILIARIO S.A.	2006	Construção	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	2
2	AES SUL DISTRIB GAUCHA DE ENERGIA S.A.	1997	Energia Elétrica	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	11
3	AES ELPA S.A.	2002	Energia Elétrica	0	0	0	0	1	1	1	1	1	1	1	7
4	AES TIETE S.A.	1999	Energia Elétrica	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	10
5	AETATIS SECURITIZADORA S.A.	1998	Fundos	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	10
6	AFLUENTE GER.E TRANSM.ENERG.ELETR. S.A.	2005	Energia Elétrica	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1	3
7	AGRA EMPREENDIMENTOS IMOB. S.A.	2006	Construção	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	2
8	ALFA HOLDINGS S.A.	1977	Outros	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	11
9	SIDERURGIAGICA J. L. ALIPERTI S.A.	1986	Siderurgia e Met.	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	11
10	ALL AMERICA LATINA LOGISTICA S.A.	1998	Transporte Serviç.	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	11
11	ALTERE SECURITIZADORA S.A.	1998	Fundos	0	0	1	0	0	0	1	1	1	1	1	6
12	ELECTRO ACO ALTONA S.A.	1950	Siderurgia e Met.	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	11
13	AMAZONIA CELULAR S.A.	1998	Telecomunic ações	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	11
14	CIA BEB.IDAS DAS AMERICAS - AMBEV	1998	Alimentos e Beb.	0	0	0	1	1	1	1	1	1	1	1	8
15	AMERICAN BANKNOTE S.A.	2005	Outros	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1	3
16	LOJAS AMERICANAS S.A.	1977	Comércio	0	0	0	1	1	1	0	1	1	1	1	7
17	AMIL PARTICIPACOES S.A.	2006	Outros	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	2
18	AMPLA ENERGIA E SERVICOS S.A.	1969	Energia Elétrica	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	11
19	AMPLA INVESTIMENTOS E SERVICOS S.A.	2005	Energia Elétrica	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1	3
20	ANDRADE GUTIERREZ CONCESSOES S.A.	2002	Transporte Serviç.	0	0	0	0	0	1	1	1	1	1	1	6



Ordem	Empresa	Entrada na Bolsa	Setor Industrial *	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Total
43	BCO ESTADO DE SANTA CATARINA S.A.	1977	Finanças e Seguros	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	10
44	BCO INDUSVAL S.A.	2006	Finanças e Seguros	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	2
45	BCO ITAU HOLDING FINANCEIRA S.A.	2002	Finanças e Seguros	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	10
46	BCO MERCANTIL DO BRASIL S.A.	1977	Finanças e Seguros	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	11
47	BCO MERCANTIL DE INVESTIMENTOS S.A.	1977	Finanças e Seguros	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	11
48	BCO PANAMERICANO S.A.	2006	Finanças e Seguros	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	2
49	BCO PINE S.A.	2006	Finanças e Seguros	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	2
50	BCO SANTANDER S.A.	2006	Finanças e Seguros	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	2
51	BANCO SANTANDER NOROESTE S.A.	1977	Finanças e Seguros	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2
52	BCO SOFISA S.A.	2006	Finanças e Seguros	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	2
53	BANCO SUDAMERIS BRASIL S.A.	1977	Finanças e Seguros	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	9
54	BEMATECH S.A.	2006	Eletroeletrônicos	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	2
55	BETA SECURITIZADORA S.A.	2004	Eletroeletrônicos	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1	1	4
56	BCO INDUSTRIAL E COMERCIAL S.A.	2006	Finanças e Seguros	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	2
57	BICICLETAS MONARK S.A.	1971	Veículos e peças	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	11
58	BIOMM S.A.	2002	Outros	0	0	0	0	1	1	1	1	1	1	1	7
59	BOLSA DE MERCADORIAS e FUTUROS - BMEF S.A.	2007	Finanças e Seguros	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1
60	BMF BOVESPA S.A. BOLSA VALORES MERC FUT	2007	Finanças e Seguros	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1
61	BOMBRILO S.A.	1984	Química	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	11
62	BOTUCATU TÊXTIL S.A.	1982	Têxtil	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	11
63	BR MALLS PARTICIPACOES S.A.	2004	Outros	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1	1	4
64	BR PROPERTIES S.A.	2004	Construção	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1	1	4

Ordem	Empresa	Entrada na Bolsa	Setor Industrial *	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Total
65	BCO BRADESCO S.A.	1977	Finanças e Seguros	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	10
66	BRADESPAR S.A.	2000	Outros	0	0	0	1	1	1	1	1	1	1	1	8
67	BRASCAN RESIDENTIAL PROPERTIES S.A.	1999	Construção	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1	3
68	BRASIL BROKERS PARTICIPACOES S.A.	2007	Outros	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1
69	BRASIL ECODIESEL IND COM BIO.OL.VEG.S.A.	2005	Outros	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1	3
70	BRASIL TELECOM S.A.	1980	Telecomunicações	0	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	9
71	BRASIL TELECOM PARTICIPACOES S.A.	1998	Telecomunicações	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	10
72	BRASILAGRO - CIA BRAS DE PROP AGRICOLAS	2005	Agro e Pesca	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1	3
73	BRASKEM S.A.	1978	Química	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	11
74	BRASMOTOR S.A.	1969	Eletroeletrônicos	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	11
75	BRAZILIAN FINANCE E REAL ESTATE S.A.	1997	Outros	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	11
76	BRB BCO DE BRASILIA S.A.	1993	Finanças e Seguros	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	11
77	MANUFATURA DE BRINQUEDOS ESTRELA S.A.	1968	Outros	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	11
78	BUETTNER S.A. INDUSTRIA E COMERCIO	1969	Têxtil	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	11
79	CAMARGO CORREA DESENV. IMOBILIARIO S.A.	2005	Construção	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1	3
80	CAMBUCI S.A.	1985	Têxtil	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	11
81	CARAIBA METAIS S.A.	1990	Siderurgia e Met.	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	11
82	CIA CAT. DE AGUAS E SANEAMENTO -CASAN	1998	Outros	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	11
83	CBCC PARTICIPACOES S.A.	1998	Outros	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	11
84	CIA CONCESSOES RODOVIARIAS	2000	Transporte Serviç.	0	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	9
85	CIA ENERGETICA DE BRASILIA	1994	Energia Elétrica	0	0	0	1	1	1	1	1	1	1	1	8
86	CIA ESTADUAL DE DISTRIB ENER ELET-	2006	Energia Elétrica	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	2



Ordem	Empresa	Entrada na Bolsa	Setor Industrial *	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Total
107	CIA INDUSTRIAL CATAGUASES	1973	Têxtil	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	11
108	CIA PARTICIPACOES ALIANCA DA BAHIA	2000	Outros	0	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	9
109	CIA PIRATININGA DE FORCA E LUZ	2002	Energia Elétrica	0	0	0	0	1	1	1	1	1	1	1	7
110	CIA PROVIDENCIA INDUSTRIAL E COMERCIO	2006	Química	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	2
111	CIA SEGUROS ALIANCA DA BAHIA	1977	Finanças e Seguros	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	10
112	CIA SEGUROS MINAS BRASIL	1977	Finanças e Seguros	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	11
113	CIA SIDERURGIAGICA NACIONAL	1943	Siderurgia e Met.	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	11
114	COMPANHIA SIDERÚRGICA DE TUBARÃO	1993	Siderurgia e Met.	1	1	1	1	1	1	1	1	0	0	0	8
115	CIA TELEF BORDA DO CAMPO	1977	Telecomunicações	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2
116	CIA TÊXTIL FERREIRA GUIMARAES	1969	Têxtil	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	0	9
117	CIMOB PARTICIPACOES S.A.	1977	Construção	1	1	0	1	1	1	1	1	1	1	1	10
118	CIMS S.A.	1995	Outros	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	11
119	COBRASMA S.A.	1979	Veículos e peças	1	1	0	1	1	1	1	1	1	1	1	10
120	CIA ELETRICIDADE EST. DA BAHIA - COELBA	1994	Energia Elétrica	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	11
121	CIA ENERGETICA DO CEARA - COELCE	1995	Energia Elétrica	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	10
122	CIA GAS DE SAO PAULO - COMGAS	1996	Petróleo e Gas	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	11
123	COMPANY S.A.	2001	Construção	0	0	0	0	1	1	1	1	1	1	1	7
124	CONFAB INDUSTRIAL S.A.	1980	Siderurgia e Met.	0	0	0	1	1	1	1	1	1	1	1	8
125	CONSORCIO ALFA DE ADMINISTRACAO S.A.	1977	Outros	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	11
126	CONSTRUTORA ADOLPHO LINDENBERG S.A.	1977	Construção	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	11
127	CONTAX PARTICIPACOES S.A.	2001	Outros	0	0	0	1	1	1	1	1	1	1	1	8
128	CIA SANEAMENTO DE	2002	Outros	0	0	0	0	0	1	1	1	1	1	1	6









Ordem	Empresa	Entrada na Bolsa	Setor Industrial *	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Total
PARTICIPACOES S.A.															
216	ITAUSA INVESTIMENTOS ITAU S.A.	1977	Outros	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	11
217	ITAUTEC S.A. - GRUPO ITAUTEC	1985	Eletroeletrônicos	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	11
218	IND. RIAS J B DUARTE S.A.	1985	Alimentos e Beb.	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	11
219	JBS S.A.	2006	Alimentos e Beb.	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	2
220	JEREISSATI PARTICIPACOES S.A.	1946	Outros	1	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	10
221	JHSF PARTICIPACOES S.A.	2006	Construção	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	2
222	JOAO FORTES ENGENHARIA S.A.	1977	Construção	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	10
223	JOSAPAR-JOQUIM OLIVEIRA S.A. - PARTICIP	1988	Alimentos e Beb.	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	11
224	KARSTEN S.A.	1971	Têxtil	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	11
225	KEPLER WEBER S.A.	1980	Siderurgia e Met.	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	11
226	KLABIN S.A.	1997	Papel e Celulose	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	11
227	KLABIN SEGALL S.A.	2005	Construção	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1	3
228	KROTON EDUCACIONAL S.A.	1998	Outros	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	10
229	LOJAS HERING S.A.	1977	Comércio	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	11
230	LOJAS RENNER S.A.	1977	Comércio	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	11
231	LA FONTE TELECOM S.A.	1985	Telecomunicações	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	11
232	LAEP INVESTMENTS LTD.	2007	Alimentos e Beb.	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1
233	LARK S.A. MAQUINAS E EQUIPAMENTOS	1977	Outros	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	11
234	LE LIS BLANC DEUX COM CONFEC ROUPAS S.A.	2007	Têxtil	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1
235	CIA LECO DE PRODUTOS ALIMENTICIOS	1981	Alimentos e Beb.	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	10
236	LF TEL S.A.	1998	Telecomunicações	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	11
237	LIGHT S.A.	2004	Energia Elétrica	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1	1	4

Ordem	Empresa	Entrada na Bolsa	Setor Industrial *	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Total
238	LIVRARIA DO GLOBO S.A.	1977	Comércio	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	0	9
239	CONSTRUTORA LIX DA CUNHA S.A.	1977	Construção	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	11
240	LLX LOGISTICA S.A.	2007	Outros	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1
241	LOCALIZA RENT A CAR S.A.	2004	Outros	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1	1	4
242	LOG-IN LOGISTICA INTERMODAL S.A.	2006	Transporte Serviç.	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	2
243	LPS BRASIL - CONSULTORIA DE IMOVEIS S.A.	2006	Construção	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	2
244	LUPATECH S.A.	2005	Siderurgia e Met.	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1	3
245	M.DIAS BRANCO S.A. IND COM DE ALIMENTOS	2005	Alimentos e Beb.	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1	3
246	M G POLIESTER S.A.	1994	Química	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	11
247	MAGNESITA REFRACTORIOS S.A.	2006	Mineração	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	2
248	MANGELS INDUSTRIAL S.A.	1971	Siderurgia e Met.	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	11
249	MARAMBAIA ENERGIA RENOVAVEL S.A.	1984	Alimentos e Beb.	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	9
250	MARCOPOLO S.A.	1977	Veículos e peças	1	1	0	1	1	1	1	1	1	1	1	10
251	MARFRIG FRIGORIFICOS E COM DE ALIM S.A.	2006	Alimentos e Beb.	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	2
252	MARISA S.A.	2006	Comércio	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	2
253	MARISOL S.A.	1976	Têxtil	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	10
254	MEDIAL SAUDE S.A.	2005	Outros	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1	3
255	CIA MELHORAMENTOS DE SAO PAULO	1977	Papel e Celulose	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	11
256	MELPAPER S.A.	1994	Papel e Celulose	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	11
257	MENDES JUNIOR ENGENHARIA S.A.	1977	Construção	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	11
258	MERCANTIL BRASIL FINANC S.A. C.F.I.	1977	Finanças e Seguros	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	11
259	MET.GICA DUQUE S.A.	1971	Siderurgia e Met.	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	11
260	MET.GICA GERDAU S.A.	1968	Siderurgia e Met.	0	1	0	0	1	0	0	1	1	1	1	6

Ordem	Empresa	Entrada na Bolsa	Setor Industrial *	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Total
261	MET.GICA RIOSULENSE S.A.	1988	Veículos e peças	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	11
262	MAHLE-METAL LEVE S.A.	1977	Veículos e peças	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	10
263	METALFRIO SOLUTIONS S.A.	2006	Máquinas Ind.	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	2
264	METALGRAFICA IGUACU S.A.	1968	Siderurgia e Met.	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	11
265	METISA MET.GICA TIMBOENSE S.A.	1971	Siderurgia e Met.	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	11
266	MILLENNIUM INORGANIC CHEMICALS BR S.A.	1970	Química	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	11
267	MINASMAQUINAS S.A.	1977	Comércio	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	11
268	MINERVA S.A.	2006	Alimentos e Beb.	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	2
269	MINUPAR PARTICIPACOES S.A.	1990	Alimentos e Beb.	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	11
270	MMX MINERACAO E METALICOS S.A.	1998	Mineração	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	10
271	MONTEIRO ARANHA S.A.	1980	Outros	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	11
272	MPX ENERGIA S.A.	2006	Energia Elétrica	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	2
273	MRV ENGENHARIA E PARTICIPACOES S.A.	2006	Construção	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	2
274	MULTIPLAN - EMPREEND IMOBILIARIOS S.A.	2006	Outros	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	2
275	MUNDIAL S.A. - PRODUTOS DE CONSUMO	1979	Siderurgia e Met.	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	11
276	NADIR FIGUEIREDO IND E COM S.A.	1977	Minerais não Met	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	11
277	NATURA COSMETICOS S.A.	2003	Comércio	0	0	0	0	0	0	1	1	1	1	1	5
278	NEOENERGIA S.A.	1996	Energia Elétrica	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	11
279	NET SERVICOS DE COMUNICACAO S.A.	1994	Outros	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	10
280	NORDON IND.RIAS MET.GICAS S.A.	1956	Máquinas Ind.	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	10
281	BCO NOSSA CAIXA S.A.	2004	Finanças e Seguros	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1	1	4
282	OBRASCON HUARTE	2004	Transporte	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1	1	4



Ordem	Empresa	Entrada na Bolsa	Setor Industrial *	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Total
304	POLIALDEN PETROQUIMICA S.A.	1974	Química	0	1	1	1	1	1	1	1	1	0	0	8
305	POLIPROPILENO S.A.	1984	Química	1	1	1	1	1	1	1	1	0	0	0	8
306	POLIPROPILENO PARTICIPACOES S.A.	1996	Química	1	1	1	1	1	1	1	1	0	0	0	8
307	POLITENO IND E COMERCIO S.A.	1987	Química	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	0	9
308	POLPAR S.A.	1989	Outros	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	11
309	PORTO SEGURO S.A.	1997	Finanças e Seguros	1	1	0	1	1	1	1	1	1	1	1	10
310	PORTOBELLO S.A.	1991	Minerais não Met	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	10
311	POSITIVO INFORMATICA S.A.	2005	Eletroeletrônicos	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1	3
312	PRÓ MET.GIA S.A.	1982	Veículos e peças	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	11
313	PROFARMA DISTRIB PROD FARMACEUTICOS S.A.	2005	Comércio	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1	3
314	PRONOR PETROQUIMICA S.A.	1976	Química	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	11
315	QUATTOR PETROQUIMICA S.A.	2002	Química	0	0	0	0	1	1	1	1	1	1	1	7
316	RAIL SUL S.A.	1996	Outros	0	0	0	1	1	1	1	1	0	0	0	5
317	RANDON S.A. IMPLEMENTOS E PARTICIPACOES	1996	Veículos e peças	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	11
318	RASIP AGRO PASTORIL S.A.	1999	Agro e Pesca	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	11
319	REAL CONSÓRCIO PART. S.A.	1998	Outros	0	1	1	1	1	0	0	0	0	0	0	4
320	REALPAR PARTICIPAÇÕES S.A.	1998	Outros	0	1	1	1	1	0	0	0	0	0	0	4
321	RECRUSUL S.A.	1985	Veículos e peças	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	11
322	REDE ENERGIA S.A.	1969	Energia Elétrica	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	11
323	REDECARD S.A.	2006	Finanças e Seguros	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	2
324	REFINARIA DE PETROLEOS MANGUINHOS S.A.	1970	Petróleo e Gas	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	11
325	RENNER HERRMANN S.A.	1968	Química	1	1	1	1	1	0	0	0	0	0	0	5





Ordem	Empresa	Entrada na Bolsa	Setor Industrial *	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Total
370	SPRINGS GLOBAL PARTICIPACOES S.A.	2006	Têxtil	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	2
371	SPSCS INDUSTRIAL S.A.	1977	Veículos e peças	1	1	1	1	1	1	1	0	0	0	0	7
372	SUL AMERICA S.A.	2006	Finanças e Seguros	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	2
373	SUL AMERICA CAPITALIZACAO S.A.	1977	Finanças e Seguros	1	1	1	1	1	1	1	0	0	0	0	7
374	SUL AMERICA NACIONAL	1977	Finanças e Seguros	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	10
375	CONSTRUTORA SULTEPA S.A.	1986	Construção	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	11
376	SUZANO HOLDING S.A.	1982	Outros	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	11
377	SUZANO PAPEL E CELULOSE S.A.	1992	Papel e Celulose	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	11
378	TAM S.A.	1997	Transporte Serviç.	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	11
379	TCO CELULAR PARTICIPACOES S.A.	1998	Telecomunicações	1	0	0	1	1	1	1	1	1	0	0	7
380	FABRICA TECIDOS CARLOS RENAUX S.A.	1969	Têxtil	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	10
381	FIACAO TEC SAO JOSE S.A.	1971	Têxtil	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	10
382	TEC TOY S.A.	1993	Outros	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	11
383	TECBLU TECELAGEM BLUMENAU S.A.	1971	Têxtil	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	11
384	TECHNOS RELOGIOS S.A.	1977	Outros	1	1	1	1	1	1	1	0	0	0	0	7
385	TECNISA S.A.	2006	Construção	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	2
386	TECNOSOLO ENGENHARIA S.A.	1977	Outros	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	10
387	TEGMA GESTAO LOGISTICA S.A.	2006	Transporte Serviç.	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	2
388	TEKA-TECELAGEM KUEHNRIK S.A.	1969	Têxtil	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	11
389	TEKNO S.A. - INDUSTRIAL E COMERCIO	1977	Siderurgia e Met.	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	11
390	TELE LESTE CELULAR PARTICIPACOES S.A.	1998	Telecomunicações	0	1	1	1	1	1	1	1	0	0	0	7
391	TELE NORTE CELULAR PARTICIPACOES S.A.	1998	Telecomunicações	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	11
392	TELE NORDESTE CELULAR	1998	Telecomunicações	1	0	1	1	1	1	1	1	0	0	0	7

Ordem	Empresa	Entrada na Bolsa	Setor Industrial *	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Total
	PARTICIPACOES S.A.		ações												
393	TELE SUDESTE CELULAR PARTICIPACOES S.A.	1998	Telecomunicações	1	1	1	1	1	1	1	1	0	0	0	8
394	TELEBAHIA CELULAR S.A.	1998	Telecomunicações	0	1	1	1	0	0	0	0	0	0	0	3
395	TELEC BRASILEIRAS S.A. TELEBRAS	1981	Telecomunicações	1	1	0	1	1	1	1	1	1	1	1	10
396	TELEFONICA DATA BRASIL HOLDING S.A.	2001	Telecomunicações	0	0	0	0	1	1	1	1	1	0	0	5
397	TELEMAR NORTE LESTE S.A.	1979	Telecomunicações	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	10
398	TELEMAR PARTICIPAÇÕES S.A.	2000	Telecomunicações	0	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	9
399	TELECOMUNICACOES DE MINAS GERAIS S.A.	1953	Telecomunicações	0	1	1	1	0	0	0	0	0	0	0	3
400	TELEMIG CELULAR S.A.	1998	Telecomunicações	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	10
401	TELEMIG CELULAR PARTICIPACOES S.A.	1998	Telecomunicações	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	11
402	TELERJ CELULAR S.A.	1998	Telecomunicações	0	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	2
403	TELESP CELULAR S.A.	1998	Telecomunicações	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1
404	TELET S.A.	1997	Telecomunicações	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	0	9
405	TEMPO PARTICIPACOES S.A.	2004	Outros	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1	1	4
406	CONSTRUTORA TENDA S.A.	2006	Construção	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	2
407	TERNA PARTICIPACOES S.A.	2006	Energia Elétrica	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	2
408	TÊXTIL RENAUXVIEW S.A.	1969	Têxtil	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	10
409	TIM NORDESTE TELECOMUNICACOES S.A.	1998	Telecomunicações	1	1	1	1	1	1	1	1	0	0	0	8
410	TIM PARTICIPACOES S.A.	1998	Telecomunicações	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	11
411	TIM SUL S.A.	1998	Telecomunicações	0	1	1	1	1	1	1	1	0	0	0	7
412	TOTVS S.A.	2004	Software e Dados	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1	1	4
413	TPI - TRIUNFO PARTICIP.	2002	Transporte	0	0	0	0	1	1	0	1	1	1	1	6



Ordem	Empresa	Entrada na Bolsa	Setor Industrial *	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Total
436	VIAÇÃO AEREA SÃO PAULO S.A. - VASP	1982	Transporte Serviç.	1	1	1	1	1	1	1	0	0	0	0	7
437	VBC ENERGIA S.A.	1994	Energia Elétrica	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	10
438	VICUNHA TÊXTIL S.A.	1971	Têxtil	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	10
439	S.A. FABRICA DE PRODS ALIMENTICIOS VIGOR	1984	Alimentos e Beb.	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	10
440	ACOS VILLARES S.A.	1969	Siderurgia e Met.	0	0	0	1	0	1	1	1	1	1	1	7
441	VIVAX S.A.	2004	Outros	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1	0	3
442	VIVO PARTICIPACOES S.A.	1998	Telecomunicações	0	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	9
443	VULCABRAS S.A.	1977	Têxtil	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	11
444	WEG S.A.	1982	Máquinas Ind.	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	11
445	WEMBLEY SOCIEDADE ANONIMA	1973	Têxtil	1	1	1	1	1	1	1	0	1	1	1	10
446	WETZEL S.A.	1984	Veículos e peças	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	11
447	WHIRLPOOL S.A.	1994	Eletroeletrônicos	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	11
448	S.A. WHITE MARTINS	1969	Química	1	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	3
449	WIEST S.A.	1994	Veículos e peças	1	1	1	1	0	1	1	1	1	0	0	8
450	WLM - IND. RIA E COMERCIO S.A.	1971	Petróleo e Gas	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	10
451	YARA BRASIL FERTILIZANTES S.A.	1981	Química	0	0	0	0	0	1	1	1	1	1	1	6
452	ZIVI S.A. CUTELARIA	1968	Siderurgia e Met.	1	1	1	1	1	1	0	0	0	0	0	6
	Total			22	29	29	32	32	31	31	32	34	38	38	3540

**Anexo B – Tabelas de dados sobre conselho de administração**

## Anexo B – Tabelas de dados sobre conselho de administração

Tabela 14: Relação das Instituições de Ensino Superior mais encontradas na formação (graduação) dos conselheiros.

Escola	Relação das Instituições de Ensino Superior mais encontradas na formação (graduação) dos conselheiros																								Média dos Válidos	
	1997		1998		1999		2000		2001		2002		2003		2004		2005		2006		2007		2008			
	total	válido	total	válido	total	válido	total	válido	total	válido	total	válido	total	válido	total	válido	total	válido	total	válido	total	válido	total	válido		
USP/SP	5,7	9,98	5,5	9,25	5,66	9,46	6	9,94	5,65	9,3	5,85	9,17	6,11	9,4	6,31	9,4	6,85	10,06	7,61	11,09	7,42	10,74	5,50	7,08	9,57	
FGV	2,11	3,69	1,9	3,2	2,21	3,69	2,66	4,41	2,63	4,34	2,8	4,39	3,19	4,9	3,19	4,75	3,57	5,25	3,41	4,96	3,86	5,59	3,30	4,50	4,47	
FUC/RJ	1,4	2,46	2,31	3,88	2,42	4,04	2,23	3,69	2,45	4,03	2,74	4,29	2,92	4,49	3,44	5,13	3,57	5,25	3,67	5,35	3,81	5,52	3,90	5,02	4,43	
UFRRJ	2,89	5,07	2,72	4,57	3,04	5,07	3,22	5,33	3,26	5,37	3,94	6,18	4,19	6,44	3,89	5,79	3,69	5,42	3,62	5,27	3,3	4,77	4,80	6,18	5,45	
Mackenzie	2,54	4,45	2,38	4	2,62	4,38	2,78	4,61	2,95	4,86	2,86	4,49	2,99	4,6	3,25	4,84	3,15	4,64	2,93	4,26	3,19	4,62	3,30	4,25	4,50	
UFRRGS	2,63	4,61	2,45	4,11	2,69	4,5	2,54	4,2	2,89	4,75	2,74	4,29	2,46	3,78	2,55	3,8	2,56	3,76	2,61	3,8	2,58	3,73	2,10	2,70	4,00	
UFMG	1,93	3,38	1,29	2,17	1,31	2,19	1,92	3,18	1,88	3,1	1,91	2,99	1,86	2,86	1,78	2,66	1,79	2,62	2,08	3,02	2,11	3,06	2,90	3,73	2,91	
PUC/SP	1,4	2,46	1,63	2,74	1,38	2,31	1,42	2,36	1,44	2,38	1,4	2,19	1,26	1,94	1,66	2,47	1,79	2,62	1,76	2,56	1,8	2,61	1,40	1,80	2,37	
FAAP/SP	0,88	1,54	1,22	2,05	1,17	1,96	1,05	1,74	1,38	2,27	1,27	1,99	1,33	2,04	1,21	1,8	1,37	2,01	1,28	1,86	1,34	1,94	2,40	3,09	2,02	
UFFPR	0,88	1,54	1,15	1,94	1,24	2,08	1,11	1,84	1,19	1,96	1,21	1,89	1,2	1,84	1,02	1,52	1,19	1,75	1,33	1,94	1,29	1,86	1,80	2,32	1,87	
FUC/RIS	1,05	1,84	1,29	2,17	1,31	2,19	1,3	2,15	1,32	2,17	1,27	1,99	1,4	2,15	1,34	1,99	1,25	1,84	1,38	2,02	1,24	1,79	0,03	0,04	1,86	
UFSC	0,7	1,23	0,82	1,37	0,83	1,38	0,56	0,92	0,56	0,93	0,76	1,2	0,86	1,33	0,83	1,23	0,71	1,05	0,96	1,4	0,88	1,27	0,70	0,90	1,18	
Cândido Mendes	0,44	0,77	0,41	0,68	0,76	1,27	0,68	1,13	0,82	1,34	1,15	1,79	1,06	1,63	0,64	0,95	0,71	1,05	0,75	1,09	0,88	1,27	0,80	1,03	1,17	
ITA/SP	0,61	1,08	0,75	1,26	0,83	1,38	0,8	1,33	0,69	1,14	0,76	1,2	0,73	1,12	0,64	0,95	0,77	1,14	0,9	1,32	0,82	1,19	0,30	0,64	1,15	
UERJ	1,32	2,3	1,56	2,63	1,52	2,54	0,87	1,43	0,88	1,45	1,02	1,6	0,86	1,33	0,89	1,33	0,77	1,14	0,85	1,24	0,82	1,19	0,80	1,03	1,60	
UFF	0,88	1,54	0,68	1,14	0,35	0,58	0,37	0,61	0,5	0,83	0,38	0,6	0,4	0,61	0,57	0,85	0,89	1,31	0,75	1,09	0,82	1,19	0,80	1,03	0,95	
UFBA	0,7	1,23	0,95	1,6	1,1	1,85	1,05	1,74	1	1,65	0,83	1,3	0,73	1,12	0,7	1,04	1,01	1,49	0,85	1,24	0,77	1,12	1,30	1,67	1,42	
Unicamp	0,26	0,46	0,27	0,46	0,28	0,46	0,25	0,41	0,38	0,62	0,38	0,6	0,4	0,61	0,57	0,85	0,6	0,87	0,69	1,01	0,72	1,04	0,60	0,77	0,88	
UFPE	0,88	1,54	0,68	1,14	0,28	0,46	0,37	0,61	0,25	0,41	0,32	0,5	0,27	0,41	0,51	0,76	0,54	0,79	0,43	0,62	0,67	0,97	0,40	0,51	0,73	
UnB	1,05	1,84	0,82	1,37	0,62	1,04	0,8	1,33	0,69	1,14	0,76	1,2	1,13	1,74	0,96	1,42	0,65	0,96	0,59	0,85	0,62	0,89	0,80	1,03	1,23	
UCF/RJ	0,09	0,15	0,2	0,34	0,21	0,35	0,25	0,41	0,25	0,41	0,32	0,5	0,27	0,41	0,32	0,47	0,36	0,52	0,43	0,62	0,52	0,75	0,30	0,39	0,44	
FMU/SP	0,44	0,77	0,34	0,57	0,28	0,46	0,31	0,51	0,38	0,62	0,32	0,5	0,27	0,41	0,19	0,28	0,24	0,35	0,37	0,54	0,46	0,67	0,30	0,39	0,51	
Esc. Eng. Mauá	0,7	1,23	0,68	1,14	0,55	0,92	0,56	0,92	0,63	1,03	0,51	0,8	0,53	0,82	0,51	0,76	0,48	0,7	0,37	0,54	0,41	0,6	0,20	0,26	0,81	
Esc. Nac. Eng/PRI	0,53	0,92	0,75	1,26	0,62	1,04	0,56	0,92	0,44	0,72	0,38	0,6	0,4	0,61	0,38	0,57	0,36	0,52	0,37	0,54	0,41	0,6	0,20	0,26	0,71	
Harvard Univ.	0,35	0,61	0,41	0,68	0,35	0,58	0,19	0,31	0,19	0,31	0,13	0,2	0,07	0,11	0,06	0,09	0,36	0,52	0,32	0,47	0,36	0,52	0,40	0,51	0,41	
Não reportado	42,89	0	40,49	0	40,17	0	39,64	0	39,27	0	36,2	0	34,95	0	32,89	0	31,96	0	31,35	0	30,91	0	22,30	0	0	0
Outras	24,74	43,32	26,36	44,29	26,22	43,83	26,53	43,95	26,04	42,87	27,8	43,57	28,17	43,31	29,7	44,25	28,81	42,34	28,37	41,32	27,98	40,49	37,97	48,87	0	
Total	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Fonte: Elaborada pelo autor

Nota: A coluna 'válido' desconsidera os conselheiros que não reportaram a escola de formação.

**Tabela 15: Relação das profissões (graduação) mais frequentes entre os conselheiros.**

Curso	Relação das profissões (graduação) mais frequentes entre os conselheiros																								Média dos Válidos
	1997		1998		1999		2000		2001		2002		2003		2004		2005		2006		2007		2008		
	total	válido	total	válido	total	válido	total	válido	total	válido	total	válido	total	válido	total	válido	total	válido	total	válido	total	válido	total	válido	
Engenharia	27,54	33,12	28,33	32,99	29,05	33,9	28,82	33,62	29,77	34,46	26,72	31,58	26,91	30,89	27,28	31,33	27,68	31,55	27,35	31,3	27,36	31,35	29,10	32,92	32,42
Administração	14,04	16,88	13,45	15,66	13,87	16,18	14,72	17,17	14,79	17,12	15,78	18,65	15,88	18,23	16,19	18,59	17,08	19,47	17,3	19,79	17,62	20,19	17,00	19,23	18,10
Economia	15	18,04	15,63	18,2	15,32	17,87	16,02	18,69	16,11	18,64	16,09	19,02	16,94	19,45	16,57	19,03	16,31	18,59	16,07	18,39	16,28	18,65	15,80	17,87	18,54
<b>Direito</b>	<b>14,91</b>	<b>17,93</b>	<b>14,4</b>	<b>16,77</b>	<b>13,66</b>	<b>15,94</b>	<b>12,93</b>	<b>15,08</b>	<b>13,67</b>	<b>15,82</b>	<b>13,49</b>	<b>15,94</b>	<b>13,95</b>	<b>16,02</b>	<b>13,7</b>	<b>15,74</b>	<b>13,57</b>	<b>15,47</b>	<b>13,41</b>	<b>15,35</b>	<b>13,81</b>	<b>15,82</b>	<b>13,00</b>	<b>14,71</b>	<b>15,88</b>
Contabilidade	3,77	4,54	4,14	4,83	4,49	5,23	4,14	4,83	3,86	4,46	3,75	4,44	4,65	5,34	4,21	4,83	3,57	4,07	3,35	3,84	2,73	3,13	2,70	3,05	4,38
Agron./Agropec.	1,32	1,58	1,36	1,58	1,31	1,53	1,18	1,37	1,46	1,69	1,21	1,43	1,06	1,22	1,02	1,17	1,13	1,29	1,06	1,22	1,08	1,24	1,10	1,11	1,29
Medicina	0,61	0,74	0,61	0,71	0,55	0,64	0,56	0,65	0,63	0,73	0,45	0,53	0,53	0,61	0,51	0,59	0,65	0,75	1,01	1,16	0,98	1,12	0,80	0,90	0,76
Cienc. Política	0,53	0,63	0,54	0,63	0,48	0,56	0,48	0,56	0,59	0,68	0,95	1,13	1,13	1,3	1,02	1,17	1,07	1,22	0,8	0,91	0,82	0,94	0,10	0,11	0,88
Arquitetura	0,7	0,84	0,68	0,79	0,55	0,64	0,56	0,65	0,44	0,51	0,45	0,53	0,4	0,46	0,51	0,59	0,42	0,47	0,59	0,67	0,62	0,71	0,40	0,45	0,61
História/ Geo.	0,44	0,53	0,61	0,71	0,55	0,64	0,37	0,43	0,44	0,51	0,64	0,75	0,6	0,69	0,64	0,73	0,6	0,68	0,59	0,67	0,57	0,65	0,20	0,23	0,60
Línguas	0,53	0,63	0,82	0,95	1,04	1,21	0,93	1,08	0,73	0,85	0,7	0,83	0,66	0,76	0,76	0,88	0,71	0,81	0,59	0,67	0,57	0,65	0,10	0,11	0,79
Jornalismo	0,18	0,21	0,34	0,4	0,21	0,24	0,31	0,36	0,29	0,34	0,38	0,45	0,27	0,31	0,13	0,15	0,24	0,27	0,43	0,49	0,52	0,59	0,10	0,11	0,33
Comput./Inf.	0,09	0,11	0,07	0,08	0,14	0,16	0,12	0,14	0,2	0,23	0,25	0,3	0,4	0,46	0,32	0,37	0,42	0,47	0,53	0,61	0,46	0,53	0,03	0,03	0,29
Psicologia	0,18	0,21	0,34	0,4	0,28	0,32	0,19	0,22	0,29	0,34	0,25	0,3	0,33	0,38	0,51	0,59	0,42	0,47	0,27	0,3	0,36	0,41	0,03	0,03	0,33
Pedagogia	0,26	0,32	0,54	0,63	0,48	0,56	0,25	0,29	0,34	0,4	0,25	0,3	0,33	0,38	0,25	0,29	0,24	0,27	0,37	0,43	0,31	0,35	0,03	0,03	0,35
Estatística	0,18	0,21	0,27	0,32	0,35	0,4	0,37	0,43	0,2	0,23	0,25	0,3	0,13	0,15	0,25	0,29	0,18	0,2	0,21	0,24	0,26	0,3	0,09	0,10	0,26
Comunicação	0,09	0,11	0,14	0,16	0,14	0,16	0,25	0,29	0,29	0,34	0,38	0,45	0,47	0,53	0,45	0,51	0,42	0,47	0,37	0,43	0,26	0,3	0,06	0,07	0,32
Curso Técnico*	0,26	0,32	0,41	0,47	0,28	0,32	0,25	0,29	0,29	0,34	0,32	0,38	0,4	0,46	0,38	0,44	0,42	0,47	0,32	0,37	0,26	0,3	0,03	0,03	0,35
Finanças	0,09	0,11	0,14	0,16	0,14	0,16	0,12	0,14	0,2	0,23	0,13	0,15	0,07	0,08	0,13	0,15	0,24	0,27	0,27	0,3	0,26	0,3	0,03	0,03	0,17
Física	0,18	0,21	0,2	0,24	0,28	0,32	0,37	0,43	0,29	0,34	0,32	0,38	0,07	0,08	0,19	0,22	0,24	0,27	0,32	0,37	0,21	0,24	0,09	0,10	0,27
Cienc. Militares	0	0	0,14	0,16	0,14	0,16	0,06	0,07	0,05	0,06	0,06	0,08	0,07	0,08	0,06	0,07	0,06	0,07	0,16	0,18	0,21	0,24	0,16	0,18	0,11
Não reportado	16,84	0	14,13	0	14,29	0	14,29	0	13,62	0	15,39	0	12,89	0	12,94	0	12,26	0	12,61	0	12,73	0	11,60	0,00	0,00
Outras	2,28	2,74	2,72	3,16	2,42	2,82	2,16	2,53	1,45	1,68	1,78	2,11	1,86	2,14	1,98	2,27	2,08	2,37	2,02	2,31	1,75	2,01	8,45	9,56	
Total	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100,00	100,00	100,00

Fonte: Elaborada pelo autor

Nota: A coluna 'válido' apresenta os percentuais excluindo-se os conselheiros que não reportaram a área na qual obtiveram sua graduação. A ordem na qual estão dispostas as áreas do conhecimento segue, de forma decrescente, a representatividade no ano de 2007. \*Não se trata de curso em nível de graduação, refere-se ao nível médio de ensino. Grifo nosso.