

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO

Giovane Zanardo dos Santos

**INDEPENDÊNCIA DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO E
SUA RELAÇÃO COM O DESEMPENHO DA EMPRESA**

Porto Alegre, 2002

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO

**INDEPENDÊNCIA DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO E
SUA RELAÇÃO COM O DESEMPENHO DA EMPRESA**

por

Giovane Zanardo dos Santos

Dissertação apresentada ao Curso de
Mestrado em Administração do
Programa de Pós-Graduação em
Administração da Escola de
Administração da Universidade Federal
do Rio Grande do Sul.

Orientador: Prof. Dr. Jairo Laser
Procianoy

Porto Alegre, 2002

Dissertação apresentada aos professores:

Marisa Ignez dos Santos Rhoden

Gilberto de Oliveira Kloeckner

Ronald Hillbrecht

Visto e permitida a impressão.
Porto Alegre, 04 de Setembro de 2002.

Coordenador do Programa de
Pós-Graduação em Administração

A DEUS, pelo maior presente, a vida.

Aos meus pais, Amaro e Neusa, verdadeiros mestres,
responsáveis diretos pela minha formação e caminhada de vida,
amigos de todas as horas e força nos momentos difíceis,
aqueles que não mediram esforços e sacrifícios
para a realização dos meus sonhos.

À minha esposa, Ana Clarissa,
pelos momentos maravilhosos de amor e carinho,
companheira fiel e de uma dedicação e doação grandiosa,
a mulher que me ensinou o verdadeiro sentido do amor na vida do casal.

AGRADECIMENTOS

Este trabalho foi possível graças à colaboração de muitas pessoas. A elas, seguem os meus agradecimentos.

Às minhas irmãs, Dianer e Josiane, pelo apoio e compreensão nos momentos difíceis;

À minha tia, Lenir, pela dedicação e cuidados;

Aos meus cunhados e cunhada pelos agradáveis momentos em família;

Ao meu sogro e sogra pela acolhida em seu lar;

Ao professor Dr. Jairo Laser Procianoy, pelo exemplo como mestre e profissional, orientador e incentivador durante todo o desenvolvimento do trabalho;

Ao Grupo Telsul e seus acionistas pela oportunidade profissional recebida;

Ao Dr. Assis Roberto de Souza, superior hierárquico, pelos inúmeros ensinamentos e conselhos profissionais, pela confiança depositada, responsável direto pelas oportunidades de crescimento na carreira profissional;

Ao Sr. Guilherme de Noronha Dale, sócio dirigente da Spencer Stuart, pela disponibilidade em fornecer uma parte dos dados necessários à realização deste trabalho;

Ao amigo e principal incentivador na área financeira, José Mauro Rocha, responsável pelos primeiros ensinamentos e orientações na área;

Ao amigo Leandro Rassier pelo exemplo de dedicação e caráter;

Aos amigos Dalton Schmitt Jr. e Adalto Althaus Jr., colegas de mestrado e grandes incentivadores na minha caminhada profissional;

Aos professores e colegas de mestrado, principalmente da área de finanças, pelo convívio e oportunidades de aprendizado.

RESUMO

Nos últimos anos, governança corporativa tem sido um tema de grande relevância para as empresas e investidores ao redor do mundo. No Brasil, o interesse cresce à medida que grandes multinacionais se instalam no país e empresas de capital nacional conquistam novos mercados.

O acesso a recursos de longo prazo a custos competitivos no mercado internacional, bem como a possibilidade de investimentos por parte dos investidores estrangeiros em seu capital, tem despertado o interesse das empresas brasileiras em práticas administrativas mais transparentes.

Assim, governança corporativa é o conjunto de mecanismos adotados com o objetivo de assegurar que os gestores alocarão os recursos de forma a atender os interesses dos acionistas, ou seja, o conjunto de práticas de administração mais justas e transparentes com os minoritários.

Dessa forma, este estudo procurou identificar a existência de relação entre a independência do conselho de administração e o desempenho da empresa a partir da análise da estrutura dos conselhos e de indicadores de crescimento e lucratividade das empresas.

Com esse objetivo, foi utilizada a análise de fator para os indicadores de crescimento e lucratividade, gerando um fator de crescimento e um fator de lucratividade para cada ano. Posteriormente foi realizada a regressão linear entre o fator de crescimento e de lucratividade de cada ano da análise e a proporção de conselheiros independentes.

Os resultados obtidos não encontraram relação entre a independência do conselho de administração e o desempenho das empresas, estando de acordo com os resultados alcançados em trabalhos realizados em outros diferentes países.

Também não foi possível identificar uma estrutura de conselho ideal ou adequada à realidade brasileira e capaz de melhorar o desempenho das empresas.

ABSTRACT

Over the last years corporate governance has been an issue of major importance for companies and investors all over the world. In Brazil interest grows as large multinationals settle in the country and national capital companies expand their markets.

The access to long-term funds at competitive costs in the international market as well as the possibility of capital investments by foreign investors have risen the interest of Brazilian companies in more transparent administrative procedures.

Thus corporate governance is the whole collection of tools used to ensure that executives shall manage funds in a responsive way to the shareholders' interests, that is, a set of administrative procedures which are clearer and fairer to minority shareholders.

Therefore the present study aimed at identifying if there was a relation between the board of directors and the company's performance through the analysis of the boards' structures, growth indicators and the companies' profitability.

With this purpose, we performed factor analysis of growth and profitability indicators, yielding a growth factor and a profitability factor for each year. After that, we performed the linear regression of the growth and profitability factors for each year analyzed and the proportion of independent members of the board of directors.

Results obtained do not show a relation between the board of directors' independence from the administration and the company's performance, being in accordance with the results obtained in studies carried out in different countries.

It was not either possible to identify an ideal structure for the board of directors nor an adequate structure for the Brazilian reality which could be able to improve companies' performance.

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	11
2	PROBLEMA DE PESQUISA.....	14
3	JUSTIFICATIVA.....	15
4	OBJETIVOS	18
4.1	Objetivo Geral	18
4.2	Objetivos Específicos	18
5	REFERÊNCIA BIBLIOGRÁFICA	19
5.1	Governança Corporativa	19
5.2	O Problema da Agência	21
5.3	Definição e Atribuições do Conselho de Administração.....	24
5.4	Estrutura do Conselho de Administração.....	25
5.5	Medidas de Desempenho Empresarial.....	27
5.6	Conselho de Administração e o Desempenho da Empresa.....	36
5.7	Conselho de Administração e a Fraude Financeira.....	40
6	METODOLOGIA	43
6.1	Amostra.....	43
6.2	Mensuração do Desempenho	44
6.3	Independência dos Conselhos de Administração.....	45
6.4	Testes Estatísticos.....	46
6.4.1	Análise Fatorial	46
6.4.2	Regressão Linear	47
6.5	Hipóteses	48
7	ANÁLISE DOS RESULTADOS	49
7.1	Amostra.....	49
7.2	Resultados Obtidos	52

7.2.1	Análise de Fator.....	52
7.2.2	Regressão Linear	54
8	CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	61
9	BIBLIOGRAFIA	64
10	ANEXOS	68
10.1	Quociente de Mercado	68
10.2	Retorno do Patrimônio Líquido.....	71
10.3	Retorno dos Ativos	73
10.4	Ativos Totais	75
10.5	Crescimento dos Ativos.....	77
10.6	Vendas	79
10.7	Crescimento das Vendas	81
10.8	Lucro Operacional	83
10.9	Crescimento do Lucro Operacional.....	85
10.10	Cálculos para formação do fator de lucratividade em 1996	87
10.11	Cálculos para formação do fator de lucratividade em 1997	87
10.12	Cálculo para a formação do fator de lucratividade em 1998.....	87
10.13	Cálculo para formação do fator de lucratividade em 1999.....	88
10.14	Cálculo para formação do fator de lucratividade em 2000.....	88
10.15	Cálculo para formação do fator de crescimento durante o ano de 1996	88
10.16	Cálculo para formação do fator de crescimento durante o ano de 1997	89
10.17	Cálculo para formação do fator de crescimento durante o ano de 1998	89
10.18	Cálculo para formação do fator de crescimento durante o ano de 1999	89
10.19	Cálculo para formação do fator de crescimento durante o ano de 2000	90
10.20	Cálculo da Análise de Regressão Linear entre a proporção de conselheiros independentes (variável independente) e o fator de lucratividade em 1996 (variável dependente).....	91
10.21	Cálculo da Análise de Regressão Linear entre a proporção de conselheiros independentes (variável independente) e o fator de crescimento em 1996 (variável dependente).....	92
10.22	Cálculo da Análise de Regressão Linear entre a proporção de conselheiros independentes (variável independente) e o fator de lucratividade em 1997 (variável dependente).....	93
10.23	Cálculo da Análise de Regressão Linear entre a proporção de conselheiros independentes (variável independente) e o fator de crescimento em 1997 (variável dependente).....	94

10.24	Cálculo da Análise de Regressão Linear entre a proporção de conselheiros independentes (variável independente) e o fator de lucratividade em 1998 (variável dependente).....	95
10.25	Cálculo da Análise de Regressão Linear entre a proporção de conselheiros independentes (variável independente) e o fator de crescimento em 1998 (variável dependente).....	96
10.26	Cálculo da Análise de Regressão Linear entre a proporção de conselheiros independentes (variável independente) e o fator de lucratividade em 1999 (variável dependente).....	97
10.27	Cálculo da Análise de Regressão Linear entre a proporção de conselheiros independentes (variável independente) e o fator de crescimento em 1999 (variável dependente).....	98
10.28	Cálculo da Análise de Regressão Linear entre a proporção de conselheiros independentes (variável independente) e o fator de lucratividade em 2000 (variável dependente).....	99
10.29	Cálculo da Análise de Regressão Linear entre a proporção de conselheiros independentes (variável independente) e o fator de crescimento em 2000 (variável dependente).....	100

LISTA DE TABELAS E GRÁFICOS

Tabela 1 - Comparativo de Indicadores de Desempenho	34
Tabela 2 - Estatística Descritiva da Amostra -1996 a 2000	50
Tabela 3 - Empresas analisadas e estrutura dos Conselhos de Administração.....	51
Tabela 4 - Total da Variância Explicada	53
Tabela 5 - Regressão Linear	55
Gráfico 1 - Fator de Crescimento x Conselheiros Independentes (1996).....	55
Gráfico 2 - Fator de Lucratividade x Conselheiros Independentes (1996).....	55
Gráfico 3 - Fator de Crescimento x Conselheiros Independentes (1997).....	56
Gráfico 4 - Fator de Lucratividade x Conselheiros Independentes (1997).....	56
Gráfico 5 - Fator de Crescimento x Conselheiros Independentes (1998).....	57
Gráfico 6 - Fator de Lucratividade x Conselheiros Independentes (1998).....	57
Gráfico 7 - Fator de Crescimento x Conselheiros Independentes (1999).....	57
Gráfico 8 - Fator de Lucratividade x Conselheiros Independentes (1999).....	57
Gráfico 9 - Fator de Crescimento x Conselheiros Independentes (2000).....	58
Gráfico 10 - Fator de Lucratividade x Conselheiros Independentes (2000)	58

1 INTRODUÇÃO

A administração das empresas tem sido muito estudada ao longo dos anos, na busca constante de um modelo de gestão que permita à empresa alcançar um desempenho capaz de atender aos mais variados interesses: dos acionistas à sociedade, dos empregados e executivos aos investidores e bancos credores.

A crescente globalização torna os mercados extremamente competitivos e nos remete para uma realidade onde a prática de uma boa gestão é o fator que poderá permitir à empresa não apenas sua sobrevivência, mas a conquista de novos mercados e melhores resultados.

Nesse sentido, a governança corporativa tornou-se um tema de grande relevância e muito interesse nos últimos anos. O controle dos acionistas sobre a gestão, de forma a assegurar os seus interesses e diminuir os conflitos entre os diversos agentes presentes na empresa, tem motivado um grande número de estudos sobre os instrumentos envolvidos em uma boa prática de governança: o conselho de administração, a auditoria independente e o conselho fiscal.

Em nível internacional, vários estudos têm sido desenvolvidos no sentido de identificar a relação entre o desempenho empresarial e o conselho de administração, especialmente no que se refere a sua composição e forma de atuação. Os pesquisadores não têm alcançado resultados satisfatórios de forma a assegurar que a independência do conselho de administração conduza a empresa para um melhor desempenho. Ao contrário, alguns trabalhos indicam que uma supermaioria dos conselheiros independentes está relacionada a uma piora no desempenho da

empresa. Isto pode estar relacionado ao fato de que, se de um lado, o conselheiro independente pode se sair melhor nas tarefas de monitoramento, de outro, o conselheiro interno pode ter melhor desempenho em atividades que exijam um conhecimento mais profundo do negócio.

Dessa forma, os estudos realizados têm procurado identificar se as empresas tendem a desenvolver estruturas de conselho de administração de acordo com as características do negócio, bem como se estas estruturas são sensíveis à lucratividade e ao crescimento das mesmas.

No Brasil, fruto da internacionalização das empresas e de uma nova realidade econômica, governança corporativa tem sido um tema de crescente interesse.

É perfeitamente coerente imaginar que qualquer investidor que disponha de um patrimônio acionário preocupe-se com o valor, a rentabilidade e a liquidez de seu ativo. Desta forma, as empresas precisam olhar estes investidores como sócios, como acionistas de fato e de direito, ampliando seus níveis de informação e desenvolvendo, através de seus atos administrativos, uma boa e consistente prática de governança corporativa.

Assim, também do Brasil alguns trabalhos que buscam conhecer melhor a realidade da governança corporativa nas empresas brasileiras têm sido desenvolvidos, embora a relação entre a composição dos conselhos das empresas brasileiras e seu desempenho não tenha sido foco de pesquisas conhecidas.

Desta forma, os vários trabalhos desenvolvidos sobre o tema em outros países e a necessidade de se conhecer um pouco mais sobre esta realidade no Brasil motivam a realização deste estudo, que procura identificar a relação entre a independência dos conselhos de administração de uma amostra de empresas brasileiras e seu desempenho.

Neste contexto, o estudo foi desenvolvido de forma a apresentar, no capítulo 2, o problema de pesquisa; no 3, as justificativas; e, no 4, os objetivos do trabalho. Nos capítulos 5 e 6, foram apresentadas a revisão bibliográfica e a metodologia, respectivamente, com a análise dos resultados e considerações finais nos capítulos 7 e 8. Por fim, a bibliografia utilizada é apresentada no capítulo 9 e os anexos, no 10.

2 PROBLEMA DE PESQUISA

Os trabalhos realizados em diferentes países revelam que as empresas que possuem conselhos de administração com a maioria dos conselheiros independentes se comportam diferentemente das empresas que não possuem uma maioria de conselheiros independentes.

Os resultados alcançados, entretanto, não fornecem evidências convincentes de que a maior independência do conselho de administração esteja correlacionada com uma maior lucratividade ou crescimento mais rápido da empresa. Os resultados encontrados nos diferentes países estudados não permitem afirmar que as empresas deveriam ter uma supermaioria independente no conselho.

O Brasil, por sua vez, apresenta características próprias na composição societária das empresas, com várias companhias apresentando controle familiar. Esta situação sugere pesquisas que permitam identificar a estrutura dos conselhos de administração no Brasil e sua relação com o desempenho das empresas.

Nesse sentido, as empresas no Brasil possuem conselhos de administração com a maioria de conselheiros independentes, conforme prevê o Código Brasileiro das Melhores Práticas de Governança Corporativa? O desempenho das empresas brasileiras está relacionado à independência do conselho de administração?

3 JUSTIFICATIVA

A nova realidade econômica alcançada após a implementação do Plano Real, bem como a maior internacionalização dos recursos e investidores, tem se revelado um ambiente de grande competição para as empresas no Brasil.

Mais do que isso, o processo de privatização de empresas estatais nos últimos anos trouxe para o país grandes corporações mundiais e diferentes práticas de governança corporativa.

Além disso, o crescente avanço em mercados de diferentes países que as empresas brasileiras vêm alcançando, bem como a presença de grandes multinacionais no mercado brasileiro, tem exigido das empresas brasileiras um grande esforço no sentido de tornarem-se competitivas. Para isso, o acesso a recursos de longo prazo no mercado internacional é extremamente importante, uma vez que o volume de recursos disponíveis para as empresas é muito maior que o volume disponível no mercado brasileiro, com custo inferior. Dessa forma, empresas brasileiras acessam o mercado internacional com o objetivo de captar recursos para financiar seus projetos de investimentos, sendo que algumas delas já possuem papéis negociados na bolsa de valores de Nova York.

De outra parte, o acesso ao mercado internacional de capitais somente é possível se a empresa apresentar um nível de transparência que atenda aos interesses dos investidores internacionais. Assim, faz-se necessário que as empresas brasileiras adotem as melhores práticas de governança corporativa,

atendendo às exigências dos investidores e credenciado-se aos recursos de longo prazo disponíveis no mercado internacional de capitais.

Neste ambiente competitivo, o conselho de administração assume grande relevância no desenvolvimento da gestão corporativa e sua formação e estrutura poderão ter papel decisivo na sobrevivência da empresa e na conquista de novos mercados, como representante dos acionistas e última instância de decisão da empresa.

O conhecimento das fraudes contábeis e financeiras em grandes multinacionais tem abalado os mercados globais e revelado a fragilidade dos relatórios financeiros e das administrações corporativas nos dias de hoje. A preocupação com a transparência das informações, bem como com a responsabilidade dos executivos, tem sido motivo de preocupação e crescente interesse por parte dos investidores.

O cenário apresentado desta forma torna ainda mais importante o papel de monitoramento desempenhado pelos conselheiros independentes nas empresas, fazendo com que este assunto seja de extrema relevância e interesse no mercado financeiro e de capitais.

Dessa forma, diferentes instrumentos de estímulo às melhores práticas de governança corporativa têm sido criados, como foi o caso do desenvolvimento do Índice de Governança Corporativa pela Bolsa de Valores de São Paulo, credenciando as empresas em diferentes níveis de governança, permitindo aos investidores uma análise ainda mais transparente e qualificada da gestão das empresas no Brasil.

Assim, o presente trabalho se justifica pela necessidade de se conhecer melhor a realidade das empresas brasileiras no que diz respeito a um importante instrumento de governança corporativa, buscando identificar a correlação entre a

estrutura do conselho de administração no que se refere à sua independência e o desempenho alcançado pela empresa.

A proposta deste estudo pode conduzir à formação de um conselho de administração adequado à realidade brasileira, permitindo identificar se a independência do conselho de administração é um fator de resultado positivo para as empresas no Brasil.

Mais do que isso, o estudo pretende verificar se a estrutura dos conselhos de administração no Brasil está de acordo com o que estabelece o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, ou seja, a formação de conselhos de administração independentes.

4 OBJETIVOS

4.1 Objetivo Geral

O presente trabalho busca conhecer a realidade da estrutura dos conselhos de administração no Brasil, com vistas a identificar sua relevância como instrumento de governança corporativa para as empresas brasileiras.

4.2 Objetivos Específicos

1- Identificar o perfil dos conselhos de administração das empresas brasileiras no que se refere à sua independência;

2- Analisar a existência, ou não, de relação entre o desempenho das empresas brasileiras e a estrutura do conselho de administração utilizada;

3- Permitir identificar uma estrutura de conselho de administração adequada à realidade brasileira e capaz de melhorar o desempenho das empresas.

5 REFERÊNCIA BIBLIOGRÁFICA

5.1 Governança Corporativa

A forma como os acionistas podem assegurar o retorno de seus investimentos nas empresas e monitorar o gerenciamento dos recursos tem feito da governança corporativa um tema de grande importância nos últimos anos. Assim, governança corporativa é o conjunto de mecanismos adotados com o objetivo de assegurar que os gestores alocarão os recursos de forma a atender os interesses dos acionistas. Mais do que isso, empresas com boas práticas de governança tendem a ser beneficiadas com o fluxo favorável de recursos disponibilizados por investidores em geral, uma vez que oferecem mecanismos de controle do gerenciamento que permitem uma maior tranquilidade do investidor na busca do retorno para seus investimentos.

É de se considerar que os fornecedores de capital, preocupados em alcançar o retorno de seus investimentos, estejam atentos aos riscos assumidos quando da alocação dos recursos pela empresa. Assim, a gestão é fator de extrema relevância na análise da empresa e será determinante no prêmio de risco exigido pelo investidor. Dessa forma, as práticas de governança acabam por impactar o custo de capital da empresa e seu desempenho. Conforme LAMB (2000), a adoção de mecanismos de governança propiciaria a redução dos custos de financiamento e conseqüente minimização do custo de capital da empresa, uma vez que os financiadores externos estariam menos sujeitos aos riscos de expropriação por parte dos acionistas, exigindo assim um prêmio menor de risco pelos recursos investidos na empresa.

Assim, na medida em que cresceu a importância da adoção de boas práticas de governança corporativa nas empresas, sentiu-se a necessidade de estabelecer regras de conduta para governá-las. Em diferentes países do mundo, foram criados Códigos das Melhores Práticas de Governança Corporativa. No Brasil, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa elaborou o primeiro Código, que foi lançado em maio de 1999 e, segundo o Instituto, apresenta as seguintes características:

I – é uma ferramenta para que os conselhos de administração possam desempenhar suas funções com mais eficácia;

II – tem o objetivo de colaborar para que as empresas melhor equilibrem o poder entre o presidente da diretoria e o conselho de administração;

III – estipula que o presidente do conselho não deve acumular a função de presidente da diretoria executiva, uma vez que é função do conselho fiscalizar a gestão da diretoria; e

IV – prevê para o conselho a função de estimular a criação formal de um código de ética da empresa.”

Além disso, algumas medidas, com o propósito de mostrar a importância do tema e despertar o interesse das empresas e investidores, têm sido adotadas no Brasil. A Bolsa de Valores de São Paulo criou o Índice de Governança Corporativa (IGC), composto apenas com ações de empresas que aderiram aos segmentos diferenciados de governança, níveis I e II e Novo Mercado.

As diferenças entre os diversos níveis dizem respeito às exigências para a listagem das ações nos segmentos. No nível I, as empresas se comprometem, basicamente, a prestar informações que facilitam o acompanhamento e a fiscalização de seus atos, bem como adotar regras societárias para equilibrar os direitos de todos os acionistas. Os níveis II e Novo Mercado possuem exigências semelhantes, exigindo, além de maior transparência, direitos societários como o “*tag along*”, que dá aos detentores de ações preferenciais direitos semelhantes aos controladores no caso de venda do controle da empresa. A diferença entre o nível II e o Novo Mercado é que, neste último, o limite mínimo de 25% de ações negociadas

no mercado com direito a voto deve incluir apenas ações ordinárias, enquanto que, no nível II, este limite pode incluir ações preferenciais com direito a voto.

Dessa forma, os conselhos de administração, conselhos fiscais e auditorias independentes tornam-se importantes instrumentos de governança e suas estruturas e formas de atuação certamente irão influenciar o desempenho e a sobrevivência das empresas em um mercado cada vez mais globalizado e competitivo.

5.2 O Problema da Agência

A teoria da agência considera a relação entre os diversos agentes existentes na empresa e os custos decorrentes dos conflitos existentes em função dos diferentes objetivos envolvidos. Segundo ROSS, WESTERFIELD e JAFFE (1995, p. 35), “as sociedades por ações podem ser encaradas como um conjunto complicado de relações contratuais entre pessoas” e esta é a essência da teoria dos contratos aplicada à empresa, em que os contratos estabelecerão a relação entre o principal e o agente.

Ambos, principal e agente, quando livres de interferências externas, deverão agir conforme seus interesses, que poderão ser convergentes ou divergentes. Porém, é possível, por intermédio de incentivos e monitorando o comportamento dos administradores, desencorajar estes a agir contra os interesses dos acionistas ou encorajá-los a agir a favor. Entretanto, fazer isso é complicado e dispendioso. Ainda conforme ROSS, WESTERFIELD e JAFFE (1995, p. 36), os custos para resolver o conflito de interesses entre acionistas e administradores são tipos especiais de custos de agência e podem ser definidos como os custos de acompanhamento assumidos pelos acionistas mais os incentivos pagos aos administradores.

Segundo JENSEN e MECKLING (1976), o principal pode limitar divergências com seus interesses estabelecendo apropriados incentivos e incorrendo em custos de monitoramento das atividades do agente. Ainda conforme JENSEN e MECKLING (1976), os custos de agência são a soma dos gastos com monitoramento, gastos

para o comprometimento dos agentes e as perdas residuais, ou seja, as perdas dos acionistas em função do comportamento divergente dos administradores que ocorrerão independentemente do monitoramento e dos incentivos para o comprometimento dos agentes.

BERLE e MEANS (2000 apud MAHER e ANDERSSON) sugerem que o relacionamento entre principal e agente surge quando a pessoa que é proprietária de uma empresa não é a mesma que a gerencia ou controla e quando os interesses forem diferentes, existindo assim a separação entre propriedade e controle.

Para SHLEIFER e VISHNY (1997), a essência do problema de agência é a separação entre propriedade e controle. Os financiadores outorgam poder aos executivos para que estes administrem a empresa, ou seja, disponibilizam recursos com o objetivo de obterem retornos para seus investimentos. Dessa forma, o problema de agência se refere à dificuldade que os acionistas têm em assegurar que os recursos investidos na empresa não serão desviados ou alocados em maus projetos.

Ainda segundo SHLEIFER e VISHNY (1997), os financiadores e os executivos estabelecem um contrato que especifica o que os executivos farão com os recursos e como os lucros serão divididos entre os financiadores e aqueles responsáveis pela gestão da empresa. De forma ideal, o contrato deveria prever todas as possibilidades, ou seja, especificar o que os executivos fariam em cada situação e como se daria a alocação dos lucros. O problema é que as contingências futuras são de difícil previsibilidade, o que torna contratos completos tecnologicamente impossíveis de serem feitos.

Outros conflitos de interesse são considerados pela teoria da agência. Da utilização de capitais de terceiros pela empresa surge o conflito entre acionistas e credores, quando, muitas vezes, os acionistas são tentados a adotar estratégias que atendam aos seus interesses, em detrimento do interesse dos credores.

Conforme ALLEN e MICHAELY (1994), a política de dividendos pode ser um dos instrumentos utilizados pelos acionistas no conflito de interesses com credores, quando usada com o propósito de expropriar a riqueza dos financiadores. AMIHUD e MURGIA (1997), analisando empresas alemãs, sugerem que os baixos dividendos pagos na Alemanha poderiam ser explicados pelos custos de agência. Segundo os autores do estudo, os bancos frequentemente controlam a maioria dos votos nas assembleias de acionistas das empresas de que são credores, o que faria com que o baixo pagamento de dividendos oferecesse uma segurança maior para o pagamento das dívidas das empresas.

O problema decorrente de interesses divergentes, entre acionistas e executivos, e acionistas e credores, bem como a impossibilidade de se realizar contratos tecnologicamente perfeitos para regular estes interesses remete para os instrumentos de governança corporativa o papel de contribuir para minorar os conflitos existentes, por intermédio de um controle mais efetivo das práticas gerenciais desenvolvidas na empresa.

Para BAINBRIDGE (2002), o conselho de administração é um importante instrumento nas atividades de monitoramento dos executivos na medida em que as decisões sejam tomadas coletivamente, inibindo os interesses individuais. Ainda de acordo com BAINBRIDGE (2002), a literatura sobre o tema revela que as decisões coletivas são comprovadamente melhores que as decisões individuais, reafirmando a importância do conselho de administração como instância de decisão máxima da empresa.

Conforme HERMALIN e WEISBACH (2000), o conselho de administração é uma instituição que surgiu para limitar os problemas de agência inerentes às organizações. Os conselhos de administração, os conselhos fiscais e auditorias independentes são instituições que têm o papel de fornecer as orientações estratégicas e controlar as ações executivas no sentido de preservar os interesses

dos fornecedores de capital, se constituindo em instrumentos para melhorar as práticas de governança corporativa.

5.3 Definição e Atribuições do Conselho de Administração

A legislação brasileira prevê, conforme Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976, no seu artigo 138, parágrafo segundo, que todas as companhias abertas e as de capital autorizados deverão ter, obrigatoriamente, conselho de administração.

Segundo a Lei 6.404/76, artigo 138, “a administração da companhia competirá, conforme dispuser o estatuto, ao Conselho de Administração e à diretoria, ou somente à diretoria.” Assim, o conselho de administração é um órgão de deliberação colegiada e suas atribuições e poderes conferidos por lei não podem ser outorgados a outro órgão.

Ainda conforme a Lei 6.404/76, no seu artigo 142, compete ao conselho de administração:

- “I – fixar a orientação geral dos negócios da companhia;
- II – eleger e destituir os diretores da companhia e fixar-lhes as atribuições, observado o que a respeito dispuser o estatuto;
- III – 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;
- IV – convocar a assembléia geral quando julgar conveniente, ou no caso do art. 132;
- V – manifestar-se sobre o relatório da administração e as contas da diretoria;
- VI – manifestar-se previamente sobre os atos ou contratos, quando o estatuto assim o exigir;
- VII – deliberar, quando autorizado pelo estatuto, sobre a emissão de ações ou de bônus de subscrição;
- VIII – autorizar, se o estatuto não dispuser em contrário, a alienação de bens do ativo permanente, a constituição de ônus reais e a prestação de garantias a obrigações de terceiros; e
- IX – escolher e destituir os auditores independentes, se houver.”

No Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, elaborado pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, em maio de 1999, a missão do Conselho de Administração “é proteger o patrimônio e maximizar o retorno do investimento dos acionistas agregando valor ao empreendimento”, devendo ainda “zelar pela observância dos valores, crenças e propósitos dos acionistas nas atividades da empresa”.

5.4 Estrutura do Conselho de Administração

O conselho de administração, como mecanismo de governança corporativa, tem sido estudado no sentido de identificar o impacto de sua estrutura no desempenho da empresa. A independência do conselho tem sido apontada como um fator positivo e que contribui para uma boa prática de governança, embora os trabalhos até aqui conhecidos não permitam assegurar que o desempenho empresarial esteja positivamente relacionado ao grau de independência do conselho.

Conforme BHAGAT e BLACK (1999), os conselheiros podem ser divididos em conselheiros internos, aqueles que pertencem ao quadro de executivos da empresa; conselheiros afiliados externos, que pertenceram ao quadro de executivos da empresa no passado, possuam relação de parentesco com os acionistas ou tenham relacionamento comercial com a companhia, incluindo banqueiros comerciais, banqueiros de investimentos e advogados; e conselheiros independentes, aqueles que não possuem tais afiliações. Ainda segundo esses autores, para ser independente, o conselho deverá possuir pelo menos cinquenta por cento (50%) de conselheiros independentes. Os conselhos que possuem apenas um ou dois conselheiros internos são considerados conselhos com supermaioria independente.

AGRAWAL e KNOEBER (1999) consideraram conselheiros internos aqueles empregados correntes da empresa ou subsidiárias, sendo os demais conselheiros considerados externos. A mesma definição é utilizada por PEASNELL, POPE e

YOUNG (2000) quando examinam o monitoramento exercido pelo conselho de administração e os ganhos de gerenciamento.

Também HERMALIN e WEISBACH (2000) sugerem como conselheiros externos os conselheiros não envolvidos com as atividades na direção executiva da empresa, considerando a proporção de diretores externos e o tamanho do conselho os fatores relevantes em sua composição.

Em um trabalho que buscou identificar o perfil dos conselhos de administração de 142 companhias abertas brasileiras, DUTRA e SAITO (2002) consideram conselheiros representantes do grupo controlador aqueles que “possuem assento no conselho ou na diretoria de empresas pertencentes ao grupo controlador da companhia, ou que são membros da família detentora ou participante do controle, ou ainda integrantes da esfera do governo que detenha ou participe do controle”; conselheiros internos “os profissionais que participam simultaneamente do conselho e da diretoria da empresa”; conselheiros afiliados os profissionais que possuam uma das características que seguem: ex-funcionário da companhia ou grupo controlador, funcionário ou beneficiário de fundação previdenciária patrocinada pela própria companhia, representante eleito dos funcionários, empregado sem cargo de diretoria, ex-integrante do governo ou de companhia estatal que detenha ou participe do controle e diretor ou conselheiro de empresa controlada ou coligada e conselheiros independentes aqueles “sem ligação aparente com a companhia ou seus controladores”.

Conforme o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, a maioria do conselho deve ser formada por conselheiros independentes. Ainda segundo o código, a definição de independência é:

- I – não ter qualquer vínculo com a empresa;
- II – não ter sido empregado da empresa ou de alguma subsidiária;
- III – não estar oferecendo algum serviço ou produto à empresa;

IV – não ser empregado de alguma entidade que esteja oferecendo algum serviço ou produto à empresa;

V – não ser cônjuge ou parente até segundo grau de algum diretor, gerente da empresa ou pessoa física controladora direta ou indireta da empresa; e

VI – não receber outra remuneração da empresa além dos honorários de Conselheiro ou eventuais dividendos (se for também acionista).”

Conforme LAWRENCE e STAPLEDON (1999), a composição do conselho de administração é um dos fatores relacionados à governança corporativa e o debate foi corrente ao longo da última década. Ainda segundo os autores, recomenda-se que uma companhia aberta tenha um número mínimo ou proporcional de conselheiros independentes em seu conselho de administração.

O tamanho do conselho de administração é outro fator que precisa ser levado em conta quando da análise de sua estrutura. Alguns observadores acreditam que, à medida que o conselho aumenta seu tamanho acima de um número moderado, decresce sua efetividade. A literatura existente sugere um número entre sete e nove membros no conselho, divididos entre conselheiros internos e independentes conforme BHAGAT e BLACK (1999). Segundo o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa brasileiro, o “tamanho do conselho de administração deve ser o menor possível, variando, em função do perfil da empresa, entre cinco e nove membros”.

5.5 Medidas de Desempenho Empresarial

As estratégias e decisões implementadas nas organizações impactam seus resultados e, em face disso, vários pesquisadores procuram relacionar os mais diversos temas de gestão empresarial ao desempenho das empresas. Nesse sentido, a literatura que trata da mensuração de desempenho empresarial fornece um conjunto de instrumentos e indicadores possíveis de serem utilizados com esse objetivo.

Em um estudo que procurou identificar a existência de relação entre a diversificação corporativa e o desempenho empresarial, LANG e STULZ (1994) utilizam o Q de Tobin como medida de desempenho, justificando que assim não haveria a necessidade de ajustamento do risco na comparação entre empresas, diferentemente do retorno sobre o preço das ações e de medidas contábeis de desempenho. Os resultados indicaram que o Q de Tobin e a diversificação corporativa são negativamente relacionados, com fortes evidências de que empresas altamente diversificadas possuem uma avaliação inferior àquela das empresas especializadas.

Também AGRAWAL e KNOEBER (1999) utilizam o Q de Tobin como medida de desempenho empresarial para identificar a existência de relação entre os conselheiros independentes, a política e o desempenho da empresa. O estudo sugere que conselheiros políticos fazem parte de conselhos de administração maiores e mais independentes. Além disso, são encontradas evidências de que a presença de conselheiros políticos afeta o desempenho da empresa, porém, não explica a negativa relação entre o desempenho empresarial e o tamanho e composição do conselho de administração.

Para WANG (1997), a literatura apresenta o Q de Tobin como o indicador mais utilizado na mensuração do desempenho de empresas. Entretanto, face às dificuldades de se obter este indicador no mercado Chinês, objeto de seu estudo, o autor utilizou-se de três medidas contábeis: o quociente do valor de mercado, ou seja, o preço das ações no último dia de cada ano vezes o número de ações existentes dividido pelo valor do patrimônio líquido; o retorno sobre o patrimônio líquido, lucro depois dos impostos dividido pelo patrimônio líquido; e, o retorno sobre os ativos, lucro depois dos impostos dividido pelos ativos totais. O estudo investigou os efeitos da estrutura de controle no desempenho das empresas de capital aberto chinesas. Os resultados sugerem a existência de uma positiva correlação entre a concentração do controle e a lucratividade e evidenciam que os efeitos da concentração são mais fortes em empresas controladas por investidores institucionais comparativamente às empresas controladas pelo estado. Também é

encontrada uma positiva correlação entre a lucratividade das empresas e a fração de ações pertencentes a investidores institucionais. Ainda conforme WANG (2000), os resultados sugerem a ineficiência do controle estatal, a importância dos investidores institucionais em governança corporativa e para o desempenho e os potenciais problemas de uma estrutura de controle dispersa.

KAPLAN (1994) considera que o retorno das ações pode refletir também mudanças ocorridas nas taxas de desconto do mercado e não apenas os resultados das empresas. Assim, em um estudo que comparou a recompensa dos altos executivos e o desempenho da empresa nos Estados Unidos e Japão, o autor utilizou, além do retorno das ações, o crescimento das vendas e as mudanças no lucro antes dos impostos como uma fração dos ativos totais. O estudo apresentou evidências de que as mudanças e a remuneração dos executivos japoneses são mais sensíveis aos prejuízos, se comparadas às dos executivos americanos. Além disso, os resultados sugerem que os executivos americanos possuem mais ações da empresa que gerenciam que seus pares japoneses, tendo assim maiores incentivos relacionados ao desempenho do preço das ações.

DENIS e DENIS (1995) utilizam o retorno sobre o preço das ações bem como as alterações no lucro operacional antes da depreciação como medidas de desempenho, buscando identificar mudanças no desempenho da empresa após a demissão do principal executivo. Segundo os autores, uma mudança forçada no principal executivo é precedida por uma grande queda no desempenho operacional da empresa e seguida de uma relevante melhora neste desempenho. De outra parte, afastamentos normais não são precedidos por relevantes mudanças no desempenho operacional, porém, são seguidos por um pequeno incremento neste desempenho.

Em outro trabalho, com abordagem na remuneração do conselho de administração, governança corporativa e o desempenho nas grandes companhias espanholas, CRESPI e GISPERT (1998) utilizam um modelo de mensuração de

desempenho empresarial que leva em conta a lucratividade contábil e a informação do mercado de capitais. São variáveis consideradas na mensuração de desempenho: o retorno sobre o ativo, calculado por meio da divisão dos lucros contábeis pelos ativos, e o retorno para os acionistas, medido pelo retorno sobre o preço das ações. Os resultados confirmam a positiva relação entre a remuneração do conselho de administração e o desempenho da empresa.

FERRIS e PRITCHARD (1999) utilizam o valor de mercado estabelecido por meio da divisão entre o valor das ações no mercado mais o valor das dívidas pelos ativos totais e a margem de lucro operacional, obtida pela divisão do lucro operacional e os ativos totais. O estudo procurou encontrar relação entre o monitoramento exercido pelos conselheiros presentes em vários conselhos de administração, o desempenho da empresa e a incidência de fraudes. Os autores encontraram evidências de uma influência positiva do desempenho da empresa no número de nomeações oferecidas para um conselheiro individual, sugerindo um efeito favorável na sua reputação.

GIBSON (1999) considera cinco medidas de desempenho comuns à literatura: lucro antes dos juros e impostos dividido pelos ativos, variação dos ganhos antes dos juros e impostos (medida de um ano para outro) dividido pelos ativos, o lucro antes dos juros e impostos, o retorno sobre o preço das ações e o crescimento nas vendas. O estudo testou a não efetividade da governança corporativa nos mercados emergentes pela ligação entre o *turnover* do principal executivo e o desempenho da empresa. Os resultados sugerem que os principais executivos de empresas dos mercados emergentes estão mais sujeitos à perda do emprego quando o desempenho da empresa piora, indicando que a governança corporativa é efetiva nestes mercados.

LAWRENCE e STAPLEDON (1999) estudaram a importância da composição do conselho de administração para as companhias australianas. Os autores dividem

as variáveis de mensuração do desempenho contábil em quatro grupos citados a seguir.

- Variáveis Contábeis Brutas – medidas de valores nominais em um ponto particular no tempo ou cobrindo um período específico da amostra, tais como receita, ativos e lucro líquido.
- Variáveis de Crescimento – medem a mudança marginal nas variáveis contábeis brutas cobrindo um período definido de tempo.
- Razão de Variáveis Contábeis Brutas – divisão de uma variável contábil bruta por outra variável contábil, medindo a lucratividade e o uso eficiente dos recursos corporativos.
- Razão de Variáveis de Crescimento – resultado da divisão de variáveis de crescimento, fornecem informações sobre a lucratividade e o uso de recursos durante um período de tempo.

No trabalho dos pesquisadores, o desempenho contábil foi medido considerando os ativos totais, a receita, o lucro líquido, o lucro antes dos juros e impostos, o número de empregados e o fluxo de caixa bruto. Além disso, foi considerado o percentual de crescimento dos ativos, receita, lucro líquido, lucro antes dos juros e impostos e fluxo de caixa bruto, bem como a razão da receita pelos ativos (R/A), lucro líquido pela receita (LL/R), receita pelos empregados (R/E) e fluxo de caixa bruto pela receita (FCB/R). Como medida de desempenho do mercado, foi utilizado o retorno sobre o preço das ações. Os resultados não produzem evidências consistentes que permitam afirmar que a presença de conselheiros independentes no conselho afeta o desempenho da empresa.

BHAGAT e BLACK (1999) estudam o relacionamento entre a composição do conselho de administração e o desempenho da empresa, utilizando o Q de Tobin, o

retorno sobre os ativos (lucro operacional sobre os ativos), o giro do ativo (vendas sobre os ativos), a margem operacional (lucro operacional sobre vendas), vendas por empregado e o retorno sobre o preço das ações como indicadores de lucratividade. No cálculo das variáveis de crescimento, são considerados os ativos, as vendas, o lucro operacional, os empregados e o fluxo de caixa (lucro operacional mais depreciação e amortização). Os autores encontram uma negativa relação entre o grau de independência do conselho e o desempenho da empresa, com empresas que possuem uma grande maioria independente no conselho alcançando fracos desempenhos.

Para BHAGAT e BLACK (2000), o retorno sobre o preço das ações deve ser utilizado com cuidado como medida de desempenho em função de sua suscetibilidade à antecipação dos investidores. Se considerarmos que os investidores antecipam as informações no desempenho, o retorno das ações no longo prazo deverá ser insignificante. Assim, além do retorno sobre o preço das ações, os autores utilizaram outras três medidas de desempenho: o Q de Tobin, o retorno sobre os ativos (razão do lucro operacional pelos ativos) e o giro do ativo (razão das vendas sobre os ativos). O estudo foi desenvolvido com o objetivo de encontrar relação entre a independência do conselho de administração e o desempenho de longo prazo da empresa. Os resultados sugerem que empresas com baixa lucratividade aumentam o número de conselheiros independentes, porém, não suportam a afirmação de que conselhos de administração com grande maioria independente melhorem o desempenho da empresa.

BREALEY e MYERS (1992, p. 771 - 772) indicam alguns índices para medir a rentabilidade da empresa, tais como: vendas sobre o ativo, margem de lucro líquido (lucro antes dos juros e impostos menos os impostos sobre as vendas) e a rentabilidade do ativo total (lucro antes dos juros e impostos menos os impostos sobre o ativo total).

Para a análise da lucratividade empresarial, GITMAN (2001, p. 142 - 143) sugere os indicadores de margem bruta (lucro bruto sobre as vendas), margem operacional (lucro operacional sobre as vendas), margem líquida (lucro líquido após imposto de renda sobre as vendas), taxa de retorno sobre o ativo total (lucro líquido após imposto de renda sobre os ativos totais) e taxa de retorno sobre o patrimônio líquido (lucro líquido após o imposto de renda sobre o patrimônio líquido).

Apresentamos abaixo a tabela I - comparativo dos indicadores de desempenho utilizados na literatura acima referida, especificando os autores, períodos, estudos e resultados alcançados:

Tabela 1 - Comparativo de Indicadores de Desempenho (continua)

AUTOR(ES) PERÍODO	ESTUDO	INDICADORES UTILIZADOS	RESULTADOS
Lang e Stulz (1994)	Relação entre diversificação corporativa e o desempenho empresarial	Q de Tobin	Os resultados indicaram que o Q de Tobin e a diversificação corporativa são negativamente relacionados
Agrawal e Knoeber (1999)	Relação entre conselheiros independentes, a política e o desempenho da empresa	Q de Tobin	São encontradas evidências de que a presença de conselheiros políticos afeta o desempenho da empresa.
Wang (1997)	Efeitos da estrutura de controle no desempenho das empresas de capital aberto chinesas	Quociente do valor de mercado, retorno sobre o PL e retorno sobre os ativos	Os resultados sugerem uma positiva correlação entre a concentração do controle e a lucratividade
Kaplan (1994)	Comparação da recompensa dos altos executivos e o desempenho da empresa no Japão e nos EUA	Retorno sobre as ações, crescimento das vendas e mudanças no lucro antes dos impostos como fração dos ativos totais	O estudo mostrou evidências de que as mudanças e a remuneração dos executivos japoneses são mais sensíveis aos prejuízos, se comparadas aos executivos americanos
Denis e Denis (1995)	Busca identificar alterações no desempenho da empresa após a demissão do principal executivo	Retorno sobre as ações e alterações no lucro operacional antes da depreciação	Os resultados sugerem que uma mudança forçada no principal executivo é precedida por uma grande queda no desempenho operacional da empresa e seguida de uma relevante melhora neste desempenho
Crespí e Gispert (1998)	Abordagem na remuneração do conselho de administração, governança corporativa e o desempenho das grandes companhias espanholas	Retorno sobre o ativo e o retorno sobre o preço das ações	Os resultados sugerem uma positiva relação entre a remuneração do conselho de administração e o desempenho da empresa
Ferris e Pritchard (1999)	Relação entre o monitoramento exercido pelos conselheiros presentes em vários conselhos de administração, o desempenho da empresa e a incidência de fraudes	Valor de mercado e margem de lucro operacional	Foram encontradas evidências de uma influência positiva do desempenho da empresa no número de nomeações oferecidas para um conselheiro individual, sugerindo um efeito favorável na reputação do mesmo

Tabela 1 – Comparativo de Indicadores de Desempenho (continuação)

AUTOR(ES) PERÍODO	ESTUDO	INDICADORES UTILIZADOS	RESULTADOS
Gibson (1999)	Teste da não efetividade da governança corporativa nos mercados emergentes pela ligação entre o <i>turnover</i> do principal executivo e o desempenho da empresa	LAJIR/ativos, variação LAJIR/ativos, LAJIR, retorno sobre as ações e o crescimento das vendas	Os resultados sugerem que os principais executivos de empresas dos mercados emergentes estão mais sujeitos à perda do emprego quando o desempenho da empresa piora, indicando que a governança corporativa é efetiva nestes mercados
Lawrence e Stapledon (1999)	Importância da composição do conselho de administração para as companhias australianas	Ativos totais, receita, lucro líquido, LAJIR, número de empregados e fluxo do caixa bruto. Além disso, foram considerados os percentuais de crescimento dos mesmos indicadores, a razão da receita pelos ativos, lucro líquido pela receita, receita pelos empregados e fluxo de caixa bruto pelas receitas. Foi utilizado, ainda, o retorno sobre as ações	Os resultados não produzem evidências consistentes que permitam afirmar que a presença de conselheiros independentes no conselho afeta o desempenho da empresa
Bhagat e Black (2000)	Relação entre a independência do conselho e o desempenho de longo prazo da empresa	Retorno sobre as ações, Q de Tobin, retorno sobre os ativos e o giro do ativo	Os resultados indicam que empresas com baixa lucratividade aumentam o número de conselheiros independentes, porém não suportam a afirmação de que conselhos de administração com grande maioria independente melhoram o desempenho da empresa
Brealey e Myers (1992)	Livro – texto	Vendas sobre o ativo, margem de lucro líquido e rentabilidade do ativo total	Alguns índices sugeridos pelo autor para medir rentabilidade
Gitman (2001)	Livro – texto	Margem bruta, margem operacional, margem líquida, taxa de retorno sobre o ativo total e taxa de retorno sobre o patrimônio líquido	Índices sugeridos pelo autor para medir a lucratividade empresarial

5.6 Conselho de Administração e o Desempenho da Empresa

O conselho de administração, como mecanismo de governança corporativa, é responsável pela elaboração das estratégias e políticas de longo prazo da empresa, bem como pelo monitoramento das atividades executivas com o objetivo de assegurar o interesse dos fornecedores de capital.

Dessa forma, muitos estudos têm sido desenvolvidos com o objetivo de relacionar o desempenho da empresa à composição e tamanho do conselho de administração, procurando identificar uma estrutura ideal que maximize os resultados empresariais.

De um lado, uma forma de estudar a questão do relacionamento entre a composição do conselho de administração e o desempenho da empresa é avaliar a reação do preço das ações aos anúncios de mudanças na composição do conselho. ROSENSTEIN e WYATT (1990) encontram um incremento de aproximadamente 0,2%, na média, quando é nomeado um conselheiro externo adicional, resultado estatisticamente significativo, porém economicamente pequeno. Em outro trabalho, ROSENSTEIN e WYATT (1997) investigam a nomeação de conselheiros internos e a reação do preço das ações. Os resultados indicam que a reação do mercado acionário ao anúncio de nomeação de um conselheiro interno é significativamente negativo quando o conselheiro possui um percentual menor que 5% das ações ordinárias da empresa, significativamente positiva quando o conselheiro possui entre 5% e 25% e insignificamente diferente de zero quando a propriedade excede 25%.

DENIS e DENIS (1995) sugerem que uma mudança forçada no principal diretor da empresa é precedida por uma grande queda no desempenho operacional e seguida por uma significativa melhora neste desempenho. Em contraste, afastamentos normais não são precedidos por significantes mudanças no desempenho operacional, mas são seguidos por um pequeno incremento neste

desempenho. Estes resultados são consistentes com o papel do conselho de administração de monitorar e disciplinar as baixas “performances” dos diretores.

De outra parte, a forma direta para saber se a composição do conselho de administração afeta o desempenho da empresa é medir este desempenho e fazer sua correlação com a composição do conselho. Vários estudos têm sido realizados com este objetivo, porém os resultados não são claros. Embora a maioria dos estudos encontre pouca ou nenhuma correlação, alguns trabalhos apontam para uma correlação negativa entre a proporção de conselheiros independentes e o desempenho, evidenciando o oposto da sabedoria convencional.

YERMACK (1996) sugere uma correlação negativa entre o tamanho do conselho de administração e o Q de Tobin, e uma similar correlação negativa entre o tamanho do conselho e várias medidas contábeis de lucratividade. Também EISENBERG, SUNDGREN e WELLS (1998) encontram negativa correlação entre o tamanho do conselho e a lucratividade de pequenas e médias empresas na Finlândia. BHAGAT e BLACK (1999) encontram evidências que relacionam o baixo desempenho da empresa a um conselho com supermaioria independente, porém, não foi achado forte correlação entre o desempenho e a independência do conselho das demais empresas.

Em um estudo que examina as experiências dos conselheiros externos em política, governos ou como advogados e o desempenho da empresa, AGRAWAL e KNOEBER (1999) constataram que é mais provável a existência de conselheiros políticos em empresas em que o governo é considerado um aliado e conselheiros advogados em empresas em que o governo é considerado um adversário. O trabalho sugere que a política afeta o desempenho da empresa, mas não explica a negativa relação entre o tamanho e a composição do conselho e o desempenho, sugerida por alguns pesquisadores.

LAWRENCE e STAPLEDON (1999) desenvolveram um trabalho que analisa o impacto da composição do conselho de administração no desempenho e na remuneração executiva em grandes companhias australianas. Os resultados alcançados não produzem consistentes evidências de que a presença de conselheiros independentes no conselho de administração afetam o desempenho da empresa na Austrália, quando este é medido por indicadores contábeis e pelo preço das ações.

Os mesmos autores apontam, ainda, algumas possíveis razões para o fato dos resultados não indicarem uma positiva correlação entre a independência do conselho e o desempenho da empresa, em especial a possibilidade de que os conselheiros independentes não tenham exercido o papel de monitoramento eficientemente ou efetivamente durante o período analisado (entre 1985 e 1995), uma vez que o tema relacionado à estrutura e à composição do conselho tornou-se de grande importância na Austrália apenas no início dos anos noventa.

Diferentes tipos de composição do conselho de administração devem ser adequados aos diferentes tipos de empresas. BHAGAT e BLACK (1999) sugerem que empresas com crescimento lento devem necessitar uma alta proporção de conselheiros independentes para controlar o gerenciamento dos recursos disponíveis para reinvestimento, ao passo que empresas com rápido crescimento devem ser beneficiadas com uma relativamente alta proporção de conselheiros internos ou afiliados, uma vez que estes poderão auxiliar nas estratégias do negócio.

Ainda de acordo com BHAGAT e BLACK (1999), outro ponto considera que, se, conforme sugerem algumas evidências nos Estados Unidos, os conselhos de administração melhoram sua estrutura e práticas após um baixo desempenho da empresa, então a composição e a estrutura do conselho podem ser explicadas pelo desempenho passado da empresa.

Uma estrutura ótima para o conselho deveria conter um conjunto de conselheiros internos, afiliados e independentes, estes com a função de monitoramento.

O comportamento do conselho é outro fator crítico a ser considerado, além da sua composição e estrutura.

Alguns tipos de conselheiros independentes devem adicionar valor, enquanto outros não. Conforme BHAGAT e BLACK (2000), conselheiros que desempenhem atividades de principal executivo em outra empresa estão muito ocupados com seus próprios negócios, sabem pouco sobre o negócio de outro setor, tendem a ser extremamente generosos com a remuneração do principal executivo ou fornecem um baixo grau de monitoramento, de acordo com o que prefeririam ter em suas próprias empresas.

O monitoramento pelos conselheiros independentes deve melhorar a qualidade das decisões gerenciais, porém deve também complicar e alongar o processo decisório. Dessa forma, o monitoramento pelos conselheiros independentes deve trazer algumas vantagens em determinadas situações e desvantagens em outras.

Considerando o relacionamento entre a composição do conselho e o preço das ações: se os acionistas antecipam os efeitos da composição do conselho no desempenho da empresa, então estudos que utilizem o retorno das ações como medida de desempenho não são muito úteis.

Conselheiros que satisfazem todos os critérios de independência devem, no entanto, ser monitores relativamente não efetivos do gerenciamento, em função de uma série de fatores como o relacionamento pessoal e social com o principal executivo da empresa, a permanência no conselho por muitos anos e a falta de tempo para dedicação à empresa.

BHAGAT e BLACK (2000), examinando a relação entre a independência do conselho de administração e o desempenho de longo prazo nas empresas, encontram evidências de que empresas com baixa lucratividade aumentam o número de diretores independentes em seu conselho, porém, os resultados não suportam a afirmação de que conselhos de administração com grande maioria de conselheiros independentes melhoram o desempenho da empresa.

Conforme os pesquisadores acima, a maioria das grandes companhias abertas americanas possui conselhos com a maioria dos conselheiros independentes, refletindo a visão comum de que a principal tarefa do conselho é monitorar o gerenciamento e apenas conselheiros independentes podem ser efetivos monitores.

BHAGAT e BLACK (2000) sugerem, ainda, algumas possíveis explicações para o fato do desempenho da empresa não estar positivamente relacionado à independência do conselho de administração: a necessidade dos conselheiros independentes serem melhor incentivados, a possibilidade dos conselheiros de hoje não possuírem independência suficiente e de alguns conselheiros independentes serem capazes e outros não, como no caso de principais executivos de outras companhias que estão muito ocupados com seus próprios negócios, conhecem pouco sobre diferentes negócios e são extremamente generosos ao estabelecer a remuneração do executivo principal. Uma outra possibilidade ainda, conforme KLEIN (1998), seria o fato de os conselheiros independentes adicionarem valor apenas se estiverem fazendo parte de uma adequada estrutura de comitês dentro do conselho de administração.

5.7 Conselho de Administração e a Fraude Financeira

BEASLEY (1996) analisou a relação entre a composição do conselho de administração e a fraude financeira e encontrou evidências que confirmam que a proporção de conselheiros externos no conselho é inferior em empresas que tiveram experiências com fraude financeira, comparado a empresas onde a fraude não

ocorreu. Os resultados sugerem que a inclusão de conselheiros externos aumenta a efetividade do conselho no monitoramento do gerenciamento, prevenindo a fraude financeira.

Segundo PEASNELL, POPE e YOUNG (1998), enquanto os conselhos de administração são implicitamente responsáveis pelo monitoramento e controle de muitos aspectos do comportamento gerencial, as leis criam uma relação explícita entre os conselhos e a preparação e apresentação de informações contábeis.

Em outro trabalho desenvolvido, PEASNELL, POPE e YOUNG (2000) analisam o papel de monitoramento do conselho de administração e os ganhos de gerenciamento no Reino Unido. O estudo conclui que os conselheiros independentes exercem um importante papel de monitoramento no sentido de ajudar a preservar a integridade e a credibilidade dos relatórios financeiros publicados e estabelece uma relação entre a composição do conselho e os ganhos de gerenciamento.

Também KLEIN (2000), em um estudo que analisa se o comitê de auditoria e as características do conselho estão relacionados aos ganhos de gerenciamento obtidos pela companhia, apresenta evidências de que os conselhos estruturados para serem mais independentes do principal executivo da empresa devem ser mais efetivos em monitorar os processos contábil e financeiro da empresa.

O tema Governança Corporativa tem se revelado de extrema importância, tendo sido publicados diversos trabalhos internacionais, com diferentes abordagens, nos últimos anos.

Fruto desta importância, algumas iniciativas foram adotadas ao redor do mundo com o objetivo de tornar seu papel mais claro e transparente, como a criação do Código da Melhores Práticas de Governança Corporativa.

Neste contexto, o conselho de administração surge como um importante instrumento de governança, em que os acionistas podem monitorar os executivos e definir as linhas estratégicas dos negócios.

Assim, alguns aspectos como a estrutura do conselho e o perfil dos conselheiros têm tido crescente interesse por parte dos pesquisadores. Porém, os diversos trabalhos realizados não permitem afirmar que a independência do conselho esteja positivamente relacionada com a “performance”, diferentemente do que nos diz a sabedoria convencional.

De outra parte, fica evidente a importância do conselho de administração nas atividades de monitoramento, em que a independência tem papel relevante, contribuindo inclusive com a integridade e credibilidade dos relatórios financeiros.

6 METODOLOGIA

O presente trabalho se propõe a examinar a existência de relação entre a independência dos conselhos de administração das empresas brasileiras e o desempenho alcançado por estas empresas. O estudo foi realizado mediante a análise da estrutura dos conselhos de administração das empresas e a relação com o desempenho obtido, medido por meio de indicadores de lucratividade e crescimento.

6.1 Amostra

Fizeram parte da amostra as empresas listadas no Index Spencer Stuart de Conselhos de Administração no Brasil de 1999, com informações relativas aos indicadores econômicos e financeiros disponíveis na base de dados Económica e ações listadas na Bolsa de Valores de São Paulo, excetuando-se as instituições financeiras por apresentarem características de desempenho particulares.

Foi utilizada a pesquisa da Spencer Stuart, que enviou questionários a oitocentos e quarenta empresas no Brasil, com noventa e duas respostas, configurando um índice de retorno de 10,95%. Destas, sete empresas não se identificaram, resultando em oitenta e cinco empresas com informações conhecidas, tendo nesta amostra empresas de capital aberto e fechado.

Assim, das oitenta e cinco empresas listadas no Índice Spencer Stuart de Conselhos de Administração de 1999, apenas trinta e quatro tiveram informações

disponíveis na base de dados Economática e ações listadas na Bolsa de Valores de São Paulo, podendo fazer parte da amostra deste trabalho.

O período de análise da amostra foi de cinco anos, compreendendo os anos de 1996, 1997, 1998, 1999 e 2000, similar ao período de tempo utilizado por GIBSON (1999) para testar a não efetividade da governança corporativa nos mercados emergentes, medida pela relação entre o *turnover* do *Chief Executive Officer*(CEO) e o desempenho da empresa.

6.2 Mensuração do Desempenho

O desempenho da empresa foi obtido após análise dos indicadores de lucratividade e crescimento durante o período considerado. Os dados necessários para o cálculo dos indicadores foram obtidos junto à base de dados do Economática. Conforme WANG (1997), foram utilizados três indicadores de lucratividade: o quociente do valor de mercado, como uma medida de desempenho de mercado, o retorno sobre o patrimônio líquido e o retorno sobre os ativos totais. As definições dos indicadores de lucratividade que foram utilizados encontram-se abaixo:

- quociente do valor de mercado – número de ações da empresa vezes o preço da ação no último dia de cada ano, dividido pelo patrimônio líquido. Para as empresas com cotações de ações PN e ON, foi utilizado o número de ações PN da empresa vezes o preço da ação PN no último dia de cada ano, mais o número de ações ON da empresa vezes o preço da ação ON no último dia de cada ano, dividido pelo patrimônio líquido. Para o preço das ações, foi considerada a cotação média no último dia em que a ação da empresa foi negociada no ano.
- retorno sobre o patrimônio líquido – lucro líquido dividido pelo patrimônio líquido.
- retorno sobre os ativos – lucro líquido dividido pelos ativos totais.

Para medir o crescimento, foram utilizadas algumas das variáveis encontradas em BHAGAT e BLACK (1999), atualizadas para 31 de dezembro de 2000 pelo Índice Geral de Preços de Mercado da Fundação Getúlio Vargas, encontrando-se abaixo suas definições:

- ativos totais – Variação dos ativos totais de um ano para outro.
- vendas – Variação das vendas de um ano para outro.
- lucro operacional – Variação do lucro operacional de um ano para outro.

6.3 Independência dos Conselhos de Administração

Os dados relativos à composição do conselho foram obtidos no relatório Index Spencer Stuart de Conselhos de Administração no Brasil e refletem a composição do conselho em um ponto no tempo (1999), conforme metodologia utilizada por BHAGAT E BLACK (1999) e LAWRENCE e STAPLEDON (1999). A pesquisa da empresa de consultoria Spencer Stuart utilizou, como definição de conselheiros independentes, as características atribuídas pelo Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, elaborado pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, em 1999, conforme abaixo:

I – não ter qualquer vínculo com a empresa;

II – não ter sido empregado da empresa ou de alguma subsidiária;

III – não estar oferecendo algum serviço ou produto à empresa;

IV – não ser empregado de alguma entidade que esteja oferecendo algum serviço ou produto à empresa;

V – não ser cônjuge ou parente até segundo grau de algum diretor, gerente da empresa ou pessoa física controladora direta ou indireta da empresa; e

VI – não receber outra remuneração da empresa além dos honorários de Conselheiro ou eventuais dividendos (se for também acionista).”

6.4 Testes Estatísticos

Os processos estatísticos utilizados neste trabalho para estudar o grau de dependência entre a proporção de conselheiros independentes e os indicadores de lucratividade e crescimento foram os de análise fatorial e regressão linear simples, rodados no software SPSS.

6.4.1 Análise Fatorial

Segundo MATTAR (1996) e SHEPARD (1995), análise fatorial é a denominação atribuída às técnicas estatísticas paramétricas multivariadas e consiste na identificação da estrutura, redução do volume dos dados, construção de escalas e transformação dos dados. Todas as variáveis são consideradas simultaneamente na construção de fatores, sendo possível reduzir o seu conjunto, permitindo maior compreensão e interpretação das medições.

Dessa forma, a análise fatorial possui como primeiro objetivo a redução de dados e a sumarização. Ela analisa as relações entre variáveis e tenta explicá-las em termos de suas dimensões subjacentes comuns (fatores). É uma técnica de interdependência – não há uma variável dependente.

Os fatores são extraídos na ordem do mais explicativo para o menos explicativo (verificado através do coeficiente de correlação de Pearson). Teoricamente, o número de fatores é sempre igual ao número de variáveis. Entretanto, alguns poucos fatores são responsáveis por grande parte da explicação total. O critério para escolha das cargas fatoriais é que as cargas fatoriais acima de 0,30 devem ser consideradas, acima de 0,40 são mais importantes e acima de 0,50 são muito significantes – regra para amostras de 30 ou mais observações.

Devido ao número de variáveis utilizadas para o cálculo dos fatores, um único fator foi gerado para cada conjunto de variáveis analisadas, considerando o critério acima exposto.

6.4.2 Regressão Linear

As relações entre duas variáveis: "X", considerada independente, e "Y", considerada dependente, podem ser representadas num diagrama de dispersão, com os valores de y_i em ordenada e os de x_i em abcissa. Cada par de valores x e y fornecerá um ponto e utilizando-se, por exemplo, o método dos mínimos desvios ao quadrado, pode-se calcular a equação de uma curva de tendência que melhor se ajuste à nuvem de distribuição. O método mais simples que pode ser adotado é o da análise de regressão linear simples que fornece a equação de uma reta: $y_i = a + bx_i + e_i$, onde a e b são constantes desconhecidas a serem determinadas e e_i é o erro e representa toda a fonte de variabilidade em Y não explicada por X.

A análise de regressão tem como objetivo prever o valor de uma variável (efeito – variável dependente), sendo conhecido o valor de uma ou mais variáveis (causas – variáveis independentes). A regressão linear, simples ou multivariada, segundo SHEPARD (1995), possui dois grandes poderes: o explanatório, dizendo exatamente o quanto de uma variável é explicada por outra, através do coeficiente de determinação (que é o quadrado do coeficiente de correlação); e o poder de previsão, uma vez que uma equação é montada, posso verificar o quanto deveria ser o valor da variável dependente para cada uma das variáveis independentes (consegue se ter noção entre o predito pela análise e o realizado de fato).

Com o objetivo de se atingir o melhor resultado possível ao trabalho, o seguinte procedimento foi seguido:

- análise de fator para os três indicadores de crescimento de forma que se obtenha um único fator de crescimento por ano, gerando um fator de crescimento para cada ano da análise;
- análise de fator para os três indicadores de lucratividade de forma que se obtenha um único fator de lucratividade por ano, gerando um fator de lucratividade para cada ano da análise;

- análise de regressão linear entre o fator de crescimento de cada ano (variável dependente) e a proporção de conselheiros independentes (variável independente),
- Análise de regressão linear entre o fator de lucratividade de cada ano (variável dependente) e a proporção de conselheiros independentes (variável independente).

6.5 Hipóteses

Considerando a amostra utilizada, foram as seguintes as hipóteses testadas buscando identificar a existência de relação entre a independência do conselho de administração da empresa e seu desempenho:

- **hipótese nula (H0):** A independência do conselho de administração não melhora o desempenho da empresa.
- **hipótese alternativa (H1):** A independência do conselho de administração melhora o desempenho da empresa.

7 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Os testes propostos na metodologia foram realizados e não encontraram evidências convincentes que permitam afirmar que existe relação entre a proporção de conselheiros independentes e os indicadores de lucratividade e crescimento das empresas da amostra, aceitando, portanto, a hipótese nula, que afirma que a independência do conselho de administração não melhora o desempenho da empresa.

7.1 Amostra

Fizeram parte da amostra 34 empresas de capital aberto e com ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo, extraídas do Index Spencer Stuart de Conselhos de Administração no Brasil em 1999.

Algumas surgiram a partir da privatização em 1998, dos setores de energia e telecomunicações, caso da EBE – Empresa Bandeirante de Energia S/A, Tele Centro Oeste Celular Participações S/A, Tele Nordeste Celular Participações S/A e Telesp Celular S/A. Outras, em função de reestruturação societária e abertura dos negócios em bolsa, possuem informações a partir de um determinado período, caso da Ultrapar, Sondotécnica, Bompreço Bahia S/A, Celpe e Celulose Irani. Para ambas as situações, foi considerado, para a análise, o período com informações disponíveis.

Para a mensuração de desempenho, foram utilizados os indicadores definidos na metodologia e extraídos da base de dados do Economática, conforme as tabelas em anexo.

Ainda com base nas tabelas em anexo, apresentamos abaixo a tabela 2 da estatística descritiva da amostra:

Tabela 2 – Estatística Descritiva da Amostra – 1996 a 2000

Variável	Espécie	N	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão	Mediana
Conselheiros	unidades	34	4	11	6,75	2,06	7
Quociente de Mercado	unidades	159	-368,37	222.234,23	2.320,92	17.581,92	613,87
Ativos Totais	R\$ mil	159	45.758	36.142.803	2.172.447	5.337.204	918.614
Vendas	R\$ mil	156	121	5.656.699	1.011.425	1.158.725	656.011
Lucro Operacional	R\$ mil	159	-2.263.264	678.027	-6.743	269.913	6.202
Retorno anual sobre o PL	%	159	-279,93	813,47	0,56	80,11	4,63
Retorno anual sobre os Ativos	%	159	-65,98	47,65	1,45	12,28	2,28

Conforme apresentado na tabela 2 acima, é possível observar que a amostra é composta por empresas de tamanhos diferentes e características diversas. O tamanho do conselho de administração varia entre 4 e 11 membros, com média de 6,75 e desvio padrão de 2,06 conselheiros. Para o quociente de mercado, a média é de 2.320,92, com elevado desvio padrão, sendo este 17.581,92. O mesmo quociente de mercado varia entre (-) 368,37 e 222.234,23. Os ativos totais variam entre R\$ 45.758 mil e R\$ 36.142.803 mil, com média de R\$ 2.172.447 e desvio padrão de R\$ 5.337.204 mil. Para as vendas, a variação foi entre R\$ 121 mil e R\$ 5.656.699 mil, com média de R\$ 1.011.425 e desvio padrão de R\$ 1.158.725 mil. O lucro operacional variou entre (-)R\$ 2.263.264 mil e R\$ 678.027 mil, com média de (-) R\$ 6.743 mil e desvio padrão de R\$ 269.913 mil.

A rentabilidade medida por meio dos retornos sobre o patrimônio líquido e sobre os ativos também apresentou elevadas variabilidades. No caso do retorno sobre o patrimônio líquido, este varia entre (-) 279,93 % e 813,47%, com média de 0,56% e desvio padrão de 80,11%. O retorno sobre os ativos variam entre (-) 65,98% e 47,65%, com média de 1,45% e desvio padrão de 12,28%.

Abaixo apresentamos a tabela 3 das empresas analisadas e da estrutura do conselho de administração de cada uma delas:

Tabela 3 – Empresas analisadas e estrutura do Conselho de Administração

	Total de Conselheiros	Conselheiros Independentes	Proporção de Conselheiros Independentes (%)
Acesita	9	7	77.8
Alfa Holdings S/A	4	2	50.0
Belgo Mineira	9	4	44.4
Bompreço Bahia S/A	8	4	50.0
Braspérola Ind. E Com. S/A	9	2	22.2
Buettner S/A Ind. E Com.	4	1	25.0
Celpe	7	5	71.4
Celulose Irani S/A	9	3	33.3
CESP – Cia Energética de São Paulo	10+	10+	100.0
Comgás	8	6	75.0
EBE – Empresa Bandeirante de Energia S/A	10	8	80.0
Embraco S/A	5	0	0.0
Eucatex Ind. E Com.	5	1	20.0
Cia Força e Luz Cataguazes Leopoldina	7	4	57.1
Gradiente	9	5	55.6
Lojas Americanas S/A	4	3	75.0
Lojas Renner S/A	4	2	50.0
Marisol S/A Indústria do Vestuário	7	5	71.4
Multibrás Eletrodomésticos	4	1	25.0
Paranapanema S/A	7	6	85.7
CPFL – Cia Paulista de Força e Luz	10+	10+	100.0
Perdigão S/A	7	7	100.0
Portobello S/A	9	3	33.3
Randon Participações S/A	5	2	40.0
Ripasa S/A Celulose e Papel	6	3	50.0
Sadia S/A	11	4	36.4
Schulz S/A	6	2	33.3
Sondotécnica	4	2	50.0
TAM – Transportes Aéreos Regionais S/A	7	2	28.6
Tele Centro-Oeste Celular Participações S/A	7	3	42.9
Tele Nordeste Celular Participações S/A	4	3	75.0
Telesp Celular S/A	9	7	77.8
Ultrapar	6	1	16.7
Weg S/A	6	2	33.3

O estudo permite identificar algumas características do perfil dos conselhos de administração das empresas brasileiras constantes da amostra. Com relação à estrutura, 23 empresas da amostra possuem conselhos com um número de conselheiros entre 5 e 9 membros, conforme estabelece o Código Brasileiro das Melhores Práticas de Governança Corporativa, ou seja, 67,65%. Apenas 4 empresas, ou 11,76%, estão acima deste limite e outras 7 empresas, ou 20,59%, estão abaixo deste limite.

No que se refere à independência do conselho, das 34 empresas utilizadas, 19 delas, ou 55,88%, possuem conselho com 50% ou mais de conselheiros independentes, conforme características atribuídas pelo Código da Melhores Práticas de Governança Corporativa descritas anteriormente, sendo que três destas possuem 100% de seu conselho independente e 12 empresas, ou seja, 35,29% da amostra possuem conselho com supermaioria independente, com um ou dois conselheiros internos apenas, conforme BHAGAT e BLACK (1999). De outra parte, apenas uma empresa da amostra não possui conselheiro independente em seu conselho de administração. Estes indicadores revelam que a maioria das empresas da amostra, ou seja, 55,88%, estão de acordo com o que estabelece o Código Brasileiro da Melhores Práticas de Governança Corporativa, a formação de conselhos de administração independentes.

7.2 Resultados Obtidos

Com base na metodologia proposta, a análise de fator serviu de subsídio para a análise de regressão linear. Assim, analisaremos primeiro os resultados da análise de fator e, logo em seguida, a regressão linear.

7.2.1 Análise de Fator

O fator de lucratividade foi criado a partir do quociente de mercado, retorno sobre os ativos e retorno sobre o patrimônio líquido, enquanto que o fator de crescimento foi gerado levando em consideração a variação anual dos ativos totais, das vendas e do lucro operacional.

As análises compreenderam os anos de 1996, 1997, 1998, 1999 e 2000, tendo sido criados cinco fatores de lucratividade e cinco fatores de crescimento, respeitando a premissa básica da metodologia que diz que cada fator deve responder por no mínimo 30% das variáveis envolvidas no processo.

Apresentamos abaixo a tabela 4 mostrando o quanto cada fator explica das variáveis utilizadas na análise:

Tabela 4 - Total da Variância Explicada

Análise do Fator	% da Variância explicada pelo Fator
Fator de Lucratividade em 1996	75,83
Fator de Lucratividade em 1997	61,60
Fator de Lucratividade em 1998	62,86
Fator de Lucratividade em 1999	64,72
Fator de Lucratividade em 2000	66,11
Fator de Crescimento em 1996	48,82
Fator de Crescimento em 1997	47,97
Fator de Crescimento em 1998	52,49
Fator de Crescimento em 1999	50,22
Fator de Crescimento em 2000	40,01

No ano de 1996, conforme mostra a tabela acima, o fator de lucratividade explica 75,83% do quociente de mercado, do retorno sobre os ativos e do retorno sobre o patrimônio líquido, bem como o fator de crescimento explica 48,82% da variação de desempenho dos ativos totais, das vendas e do lucro operacional.

Em 1997 o fator de lucratividade explica 61,60% do quociente de mercado, do retorno sobre os ativos e do retorno sobre o patrimônio líquido, enquanto que o fator de crescimento explica 47,97% da variação dos ativos totais, das vendas e do lucro operacional.

Para o ano de 1998, o fator de lucratividade explica 62,86% do quociente de mercado, do retorno sobre os ativos e do retorno sobre o patrimônio líquido. No caso do fator de crescimento, este explica 52,49% da variação de desempenho dos ativos totais, das vendas e do lucro operacional.

No ano de 1999, o fator de lucratividade explica 64,72% do quociente de mercado, do retorno sobre os ativos e do retorno sobre o patrimônio líquido, bem como o fator de crescimento explica 50,22% da variação dos ativos totais, das vendas e do lucro operacional.

Por fim, em 2000 o fator de lucratividade explica 66,11% do quociente de mercado, do retorno sobre os ativos e do retorno sobre o patrimônio líquido. Ainda em 2000, o fator de crescimento explica 40,01% da variação de desempenho dos ativos totais, das vendas e do lucro operacional.

Ainda conforme a tabela 3 acima, é possível observar que os fatores de lucratividade explicam mais que os fatores de crescimento, o que é justificado pelo baixo grau de correlação que existe entre as variáveis de crescimento. Porém, todos os fatores estão de acordo com a premissa básica da análise de fator que diz que cada um deles deve responder por, no mínimo, 30% das variáveis envolvidas no processo.

7.2.2 Regressão Linear

Uma vez gerados os fatores de lucratividade e crescimento, o passo seguinte foi efetuar a análise de regressão linear entre a proporção de conselheiros independentes (variável independente) e cada fator de lucratividade e crescimento (variável dependente).

Foram realizadas dez regressões lineares no total e o que determina se existe ou não relacionamento entre as variáveis é o coeficiente de determinação (quadrado do coeficiente de correlação de Pearson) entre a variável dependente e independente.

A tabela 5 abaixo mostra o R^2 entre a proporção de conselheiros independentes e cada fator de lucratividade e crescimento, sendo que as regressões correspondentes podem ser encontradas nos anexos.

Tabela 5 – Regressão Linear

Variável Dependente: Fatores de Lucratividade e de Crescimento Variável Independente: Proporção de Conselheiros Independentes	Correlação de Pearson (R)	R ²	Coefficiente de Significância (ao nível de 95%)
Fator de Lucratividade em 1996	0,071	0,005	0,360
Fator de Lucratividade em 1997	0,094	0,009	0,314
Fator de Lucratividade em 1998	0,198	0,039	0,130
Fator de Lucratividade em 1999	0,122	0,015	0,246
Fator de Lucratividade em 2000	0,089	0,008	0,309
Fator de Crescimento em 1996	0,061	0,004	0,388
Fator de Crescimento em 1997	0,027	0,001	0,447
Fator de Crescimento em 1998	0,080	0,006	0,340
Fator de Crescimento em 1999	0,203	0,041	0,125
Fator de Crescimento em 2000	0,026	0,001	0,441

Conforme tabela acima, em 1996, não houve regressão linear entre o fator de lucratividade e a proporção de conselheiros independentes, com R² igual a 0,005. Também não houve regressão linear entre o fator de crescimento e a proporção de conselheiros independentes, com R² igual a 0,004.

Apresentamos abaixo os gráficos mostrando a dispersão dos dados tanto para a análise de regressão linear com o fator de lucratividade quanto para a análise com o fator de crescimento:

Gráfico 1 – Fator de Crescimento x Conselheiros Independentes (1996)

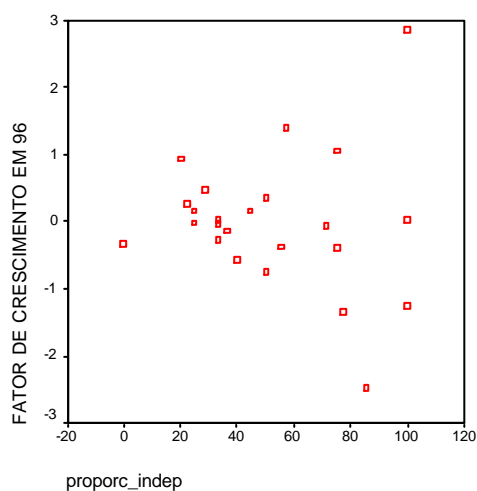
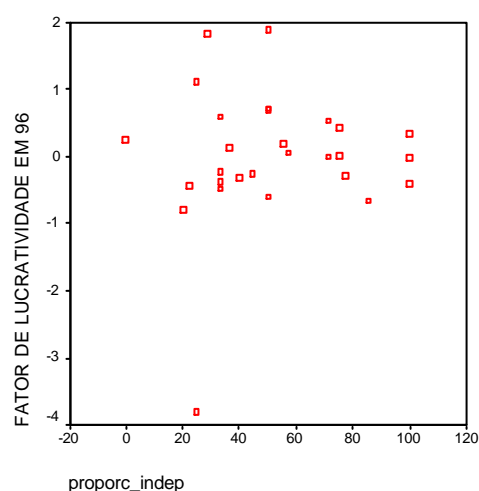


Gráfico 2 – Fator de Lucratividade x Conselheiros Independentes (1996)



No ano de 1997, também não houve regressão linear entre o fator de lucratividade e a proporção de conselheiros independentes, nem entre o fator de crescimento e a proporção de conselheiros independentes, com R^2 0,009 e 0,001 respectivamente.

Abaixo, apresentamos os gráficos com a dispersão dos dados para ambas as análises de regressão em 1997:

Gráfico 3 – Fator de Crescimento x Conselheiros Independentes (1997)

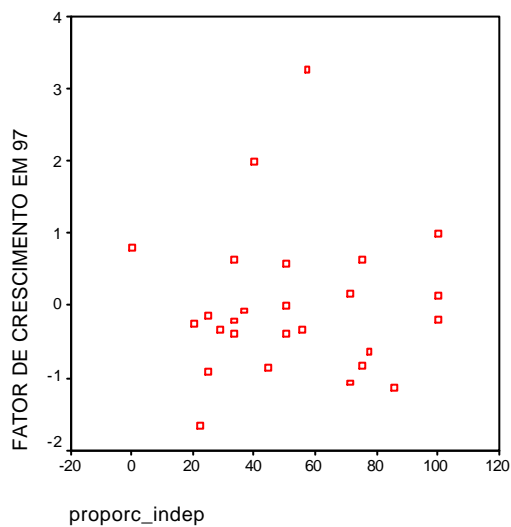
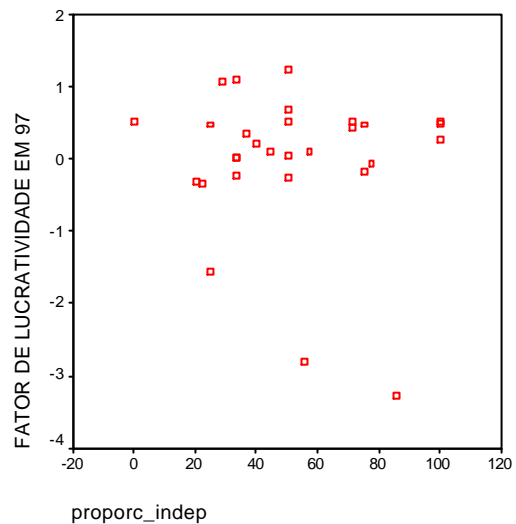


Gráfico 4 – Fator de Lucratividade x Conselheiros Independentes (1997)



Em 1998, também não houve regressão linear entre o fator de lucratividade e a proporção de conselheiros independentes, com R^2 igual a 0,009, e o fator de crescimento e a proporção de conselheiros independentes, com R^2 igual a 0,006.

Logo abaixo, mostramos os gráficos com a dispersão dos dados para as análises de regressão linear do ano de 1998:

Gráfico 5 – Fator de Crescimento x Conselheiros Independentes (1998)

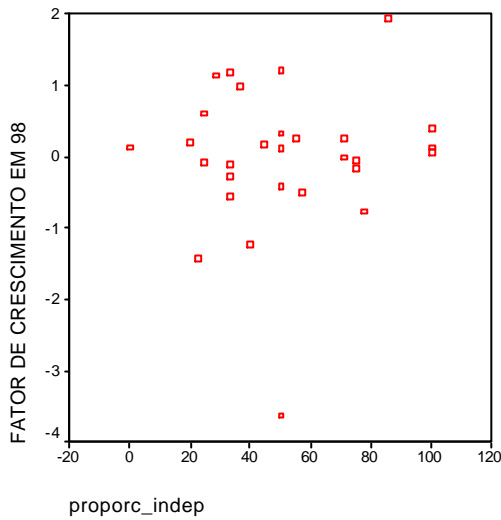
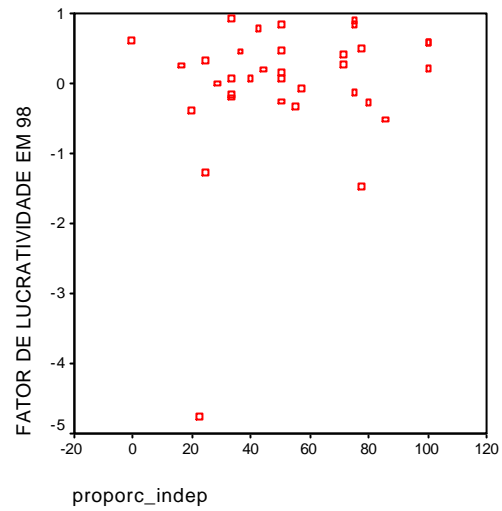


Gráfico 6 – Fator de Lucratividade x Conselheiros Independentes (1998)



Também no ano de 1999, não houve regressão entre o fator de lucratividade e a proporção de conselheiros independentes, R^2 igual a 0,015, nem entre o fator de crescimento e a proporção de conselheiros independentes, com R^2 igual a 0,041.

Os gráficos abaixo mostram a dispersão dos dados para ambas as análises de regressão linear no ano de 1999:

Gráfico 7 – Fator de Crescimento x Conselheiros Independentes (1999)

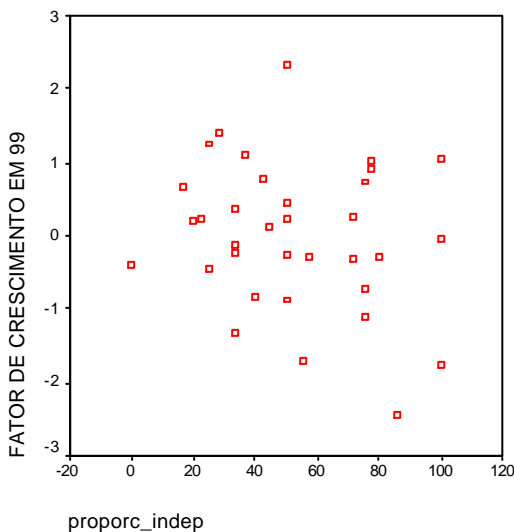
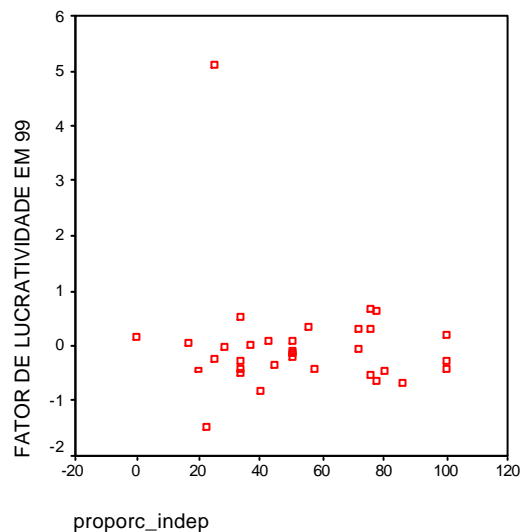


Gráfico 8 – Fator de Lucratividade x Conselheiros Independentes (1999)



Finalmente, também no ano 2000, não foi encontrada regressão linear entre o fator de lucratividade e a proporção de conselheiros independentes e o fator de crescimento e a proporção de conselheiros independentes, com R^2 igual a 0,008 e 0,001 respectivamente.

Abaixo, os gráficos mostram a dispersão dos dados para as análises de regressão linear no ano 2000:

Gráfico 9 – Fator de Crescimento x Conselheiros Independentes (2000)

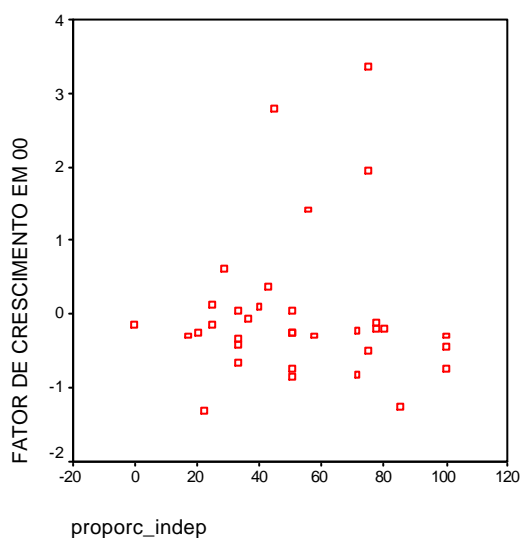
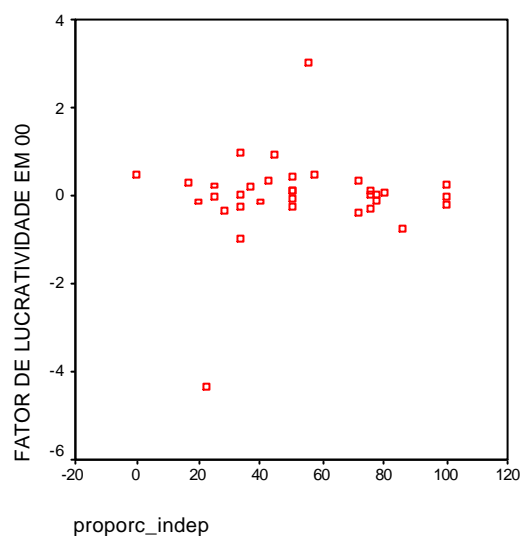


Gráfico 10 – Fator de Lucratividade x Conselheiros Independentes (2000)



Outros três testes adicionais à metodologia do trabalho foram aplicados e confirmaram os resultados obtidos, não apresentando nenhum tipo de relacionamento entre conselheiros independentes e desempenho das empresas da amostra, conforme abaixo:

- análise de regressão linear simples entre a proporção de conselheiros independentes (variável independente) para cada uma das três variáveis de lucratividade e crescimento a cada ano;

- análise de regressão múltipla considerando a proporção de conselheiros independentes como variável dependente em função dos fatores de lucratividade e crescimento a cada ano (variáveis independentes);
- análise de regressão múltipla considerando a proporção de conselheiros independentes como variável dependente em função de todas as variáveis de lucratividade e crescimento a cada ano (variáveis independentes).

A análise dos resultados obtidos não pode ser estendida a todas as empresas brasileiras ou, até mesmo, à totalidade das empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo, uma vez que a amostra é pequena e pode não representar a realidade de todas as empresas no Brasil.

Embora o Código Brasileiro das Melhores Práticas de Governança Corporativa sugira que a maioria do conselho deve ser formada por conselheiros independentes, os resultados obtidos estão de acordo com os trabalhos realizados sobre o tema em diferentes países, e não permitem assegurar que o desempenho empresarial esteja positivamente relacionado ao grau de independência do conselho.

Assim como nos trabalhos realizados por LAWRENCE e STAPLEDON (1999) e BHAGAT e BLACK (1999), podem ser apontadas algumas possíveis razões para o desempenho das empresas da amostra não estar relacionado à independência do conselho: a ocupação de executivos de outras companhias com seus próprios negócios e sua generosidade com a remuneração do executivo principal, a necessidade de um melhor incentivo para conselheiros independentes, a possibilidade dos conselheiros não possuírem independência suficiente e a possibilidade dos conselheiros independentes adicionarem valor apenas se

estiverem fazendo parte de uma adequada estrutura de comitês dentro do conselho de administração.

Além disso, se de um lado os conselheiros independentes contribuem para o desempenho da empresa monitorando o papel dos gestores das empresas, de outro os conselheiros internos contribuem em função do profundo conhecimento dos processos internos e do negócio da empresa.

Desta forma, a análise dos resultados obtidos, bem como do perfil dos conselhos de administração das empresas com relação à independência, não permitem identificar uma estrutura de conselho ideal, ou adequada à realidade brasileira e capaz de melhorar o desempenho das empresas.

8 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A crescente competição gerada pela globalização dos mercados gera a necessidade das empresas tornarem-se competitivas e capazes de conquistar novos mercados.

Nesse contexto, o acesso destas empresas ao mercado internacional de capitais é de extrema relevância, permitindo a elas captarem recursos de longo prazo a um custo inferior ao mercado de capitais nacional.

Por outro lado, o mercado internacional está acessível apenas às empresas com elevado nível de transparência e gestão, atendendo aos interesses dos investidores internacionais.

Desta forma, cresce a importância da governança corporativa, ou seja, o conjunto de mecanismos que visam, em última análise, assegurar a alocação dos recursos pelos gestores com o objetivo de atender aos interesses dos acionistas.

Assim, o conselho de administração, o conselho fiscal e as auditorias independentes tornam-se importantes instrumentos de governança, fazendo com que suas estruturas e formas de atuação sejam temas de crescente interesse dos pesquisadores em diferentes países.

Embora trabalhos realizados em diversos países revelem que, empresas com conselhos de administração com a maioria dos conselheiros independentes tenham

comportamentos diferentes das empresas em que esta maioria não existe, os resultados alcançados não oferecem evidências convincentes de que a independência do conselho de administração esteja positivamente relacionada com o desempenho da empresa.

O Brasil possui características próprias na composição societária das empresas, com várias delas apresentando controle familiar. Porém, os resultados alcançados pelo estudo estão de acordo com os trabalhos realizados em diferentes países, não fornecendo evidências de que o desempenho empresarial esteja positivamente relacionado ao grau de independência do conselho de administração.

Além disso, a análise dos resultados obtidos e do perfil dos conselhos de administração das empresas da amostra não indica a formação de uma estrutura de conselho ideal ou adequada à realidade brasileira e capaz de melhorar o desempenho das empresas.

Assim, se de um lado os conselheiros independentes contribuem para o desempenho da empresa nas atividades de monitoramento dos gestores, de outro os conselheiros internos possuem grande conhecimento dos processos internos e dos negócios da empresa.

De outra parte, independentemente dos resultados obtidos neste estudo, a preocupação com adequados padrões de governança corporativa vem crescendo nos últimos anos no Brasil, reflexo da presença de grandes empresas multinacionais a partir das privatizações ocorridas no país, bem como da cada vez maior exigência dos investidores, nacionais e internacionais, para alocação de recursos nas empresas. Fruto de toda essa preocupação, foi criado recentemente, pela Bolsa de Valores de São Paulo, o Índice de Governança Corporativa, do qual fazem parte as empresas que estiverem de acordo com os padrões de governança corporativa exigidos, nos diferentes níveis estabelecidos.

Os últimos escândalos financeiros no mundo, que abalaram os mercados internacionais com a divulgação de fraudes contábeis e financeiras de grandes multinacionais, não deixam dúvida quanto à real necessidade de uma prática de boa governança corporativa pelas empresas, bem como quanto à importância dos conselheiros independentes nas empresas e seu papel de monitoramento.

Assim, espera-se que a preocupação com as melhores práticas de governança corporativa continue ganhando força no mercado e que elas permitam que as empresas brasileiras tornem-se ainda mais competitivas e melhores em seu desempenho, além de estarem preparadas e aptas a obterem sucesso na captação de recursos, tanto no mercado de capitais nacional quanto internacional.

Para a continuidade dos estudos deste tema, recomendam-se pesquisas que analisem o perfil dos conselhos de administração das empresas brasileiras e a preocupação dos conselheiros com a realização das melhores práticas de governança corporativa.

Outro ponto relevante a ser estudado é o impacto das mudanças nos conselhos de administração das empresas brasileiras no preço de suas ações negociadas em bolsa.

Finalmente, sugere-se o estudo da relação entre a remuneração dos principais executivos das empresas no Brasil e a independência do conselho de administração dessas empresas.

9 BIBLIOGRAFIA

AGRAWAL, Anup & KNOEBER, Charles R.. *Outside directors, politics, and firm performance*. Social Science Research Network Eletronic Library, Working Paper, July, 1999.

ALLEN, Franklin & MICHAELY, Roni. *Dividend Policy*. Social Science Research Network Eletronic Library, Working Paper, 1994.

AMIHUD, Yakov & MURGIA, Maurizio. *Dividends, Taxes, and Signalling: Evidence from Germany*. Journal of Finance, Vol. LII, n° 1, March 1997.

BAINBRIDGE, Stephen M.. *Why a Board? Group Decisionmaking in Corporate Governance*. Social Science Research Network Eletronic Library, Working Paper, 2002.

BEASLEY, Mark S.. *An empirical analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud*. The Accounting Review, Vol. 71, n° 4, October, 1996.

BHAGAT, Sanjai & BLACK, Bernard. *The uncertain relationship between board composition and firm performance*. Social Science Research Network Eletronic Library, Working Paper, 1999.

_____. *Board independence and long term firm performance*. Social Science Research Network Eletronic Library, Working Paper, February, 2000.

BHAGAT, Sanjai, CAREY, Dennis C. & ELSON, Charles M.. *Director Ownership, corporate performance, and management turnover*. Social Science Research Network Eletronic Library, Working Paper, 1999.

BREALEY, Richard A. & MYERS, Stewart C.. *Princípios de Finanças Empresariais*. 5 ed. Portugal, McGraw-Hill, 1992.

COPELAND, Thomas E., WESTON, J. Fred.. *Financial Theory and Corporate Policy*. 3 ed. USA, Addison-Wesley, 1992.

CORPORATIVA, Instituto Brasileiro de Governança. *Código das Melhores Práticas de Governança*. http://www.ibgc.org.br/codigo_ibgc.htm. 2001.

CRESPÍ, Rafel & GISPERT, Carles. *Board remuneration, performance, and corporate governance in large Spanish companies*. Social Science Research Network Eletronic Library, Working Paper, December, 1998.

DENIS, David J. & DENIS Diane K.. *Performance changes following top management dismissals*. The Journal of Finance, Vol. L, nº 4, September, 1995.

DUTRA, Marcos Galileu L. & SAITO, Richard. *Conselhos de Administração: análise de sua composição em um conjunto de companhias abertas brasileiras*. Seminário Brasileiro de Finanças, 2002.

EISENBERG, Theodore, SUNDGREN, Stefan & WELLS, Martin T.. *Larger board size and decreasing firm value in small firms*. Journal of Financial Economics. Vol. 48, 1998.

FERRIS, Stephen P. & PRITCHARD, Adam C.. *Monitoring by directors with multiple board appointments: corporate performance and the incidence of securities fraud*. Social Science Research Network Eletronic Library, Working Paper, 1999.

FUERST, Oren. *Corporate governance, expected operating performance, and pricing*. Social Science Research Network Eletronic Library, Working Paper, January, 2000.

GIBSON, Michael S. *Is corporate governance ineffective in emerging markets?*. Social Science Research Network Eletronic Library, Working Paper, November, 1999.

GITMAN, Lawrence J.. *Princípios de administração financeira – Essencial*. 2 ed. Porto Alegre, Bookman, 2001.

HAIR, Joseph F.. *Multivariate Data Analysis: with readings*. 4 ed. New Jersey: Prentice-Hall, 1995.

HERMALIN, Benjamin E. & WEISBACH, Michael S.. *Boards of directors as an Endogenously determined institution: a survey of the economic literature*. Social Science Research Network Eletronic Library, Working Paper, June, 2000.

_____. *Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of the CEO*. The American Economic Review, Vol. 88, nº 1, March, 1998.

JENSEN, Michael C. & MECKLING, William H. *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*. Journal of Financial Economics, vol. 3, 1976.

KAPLAN, Steven N.. *Top executive rewards and firm performance: a comparison of Japan and the United States*. Journal of Political Economy, vol. 102, nº 3, 1994.

KLEIN, April. *Audit committee, board of director characteristics, and earnings management*. Social Science Research Network Eletronic Library, Working Paper, October, 2000.

_____. *Firm performance and board committee structure*. Journal of Law and Economics. Vol. 41, 1998.

LAMB, Roberto. *Governança corporativa: arena e contexto*. XVI Congresso da Abamec, São Paulo, 2000.

LANG, Larry H. P. & STULZ, René M.. *Tobin's q, corporate diversification, and firm performance*. Journal of Political Economy, Vol. 102, nº 6, 1994.

LAWRENCE, Jeffrey & STAPLEDON, G. P.. *Is board composition important? A study of listed Australian companies*. Social Science Research Network Eletronic Library, Working Paper, September, 1999.

MAHER, Maria & ANDERSON, Thomas. *Corporate Governance: Effects on firm performance and economic growth*. Social Science Research Network Eletronic Library, Working Paper, February, 2000.

MATTAR, Fauze M.. *Pesquisa de Marketing*. Editora Atlas. São Paulo, 1996.

PEASNELL, K. V., POPE, P. F. & YOUNG, S.. *Board monitoring, and earnings management: Do outside directors influence abnormal accruals?*. Social Science Research Network Eletronic Library, Working Paper, October, 2000.

_____. *Outside directors, Board Effectiveness, and earnings management*. Social Science Research Network Eletronic Library, Working Paper, April, 1998.

ROSS, Stephen A., WESTERFIELD, Randolph W. & JAFFE, Jeffrey F.. *Administração Financeira – Corporate Finance*. 3 ed. São Paulo: Atlas, 1995.

SHEPARD, David.. *Database Marketing – O Novo Marketing Direto*. Markon Books. São Paulo, 1995.

SHLEIFER, Andrei & VISHNY, Robert W.. *A survey of corporate governance*. The Journal of Finance. Vol. LII, nº 2, June 1997.

SIMON, Gary A. & FREUND, John E.. *Estatística Aplicada a Economia, Administração e Contabilidade*. Editora Bookman. Porto Alegre, 2000.

ROSENSTEIN, Stuart & WYATT, Jeffrey G.. *Outside directors, board independence, and shareholder wealth*. Journal of Financial Economics. Vol. 26, 1990.

_____. *Inside directors, board effectiveness, and shareholder wealth*. Journal of Financial Economics. Vol. 44, 1997.

XU, Xiaonian & WANG, Yan. *Ownership structure, corporate governance and, corporate performance: the case of Chinese stock companies*. Social Science Research Network Eletronic Library, Working Paper, May, 1997.

YERMACK, David. Higher market valuation of companies with a small board of directors. Journal of Financial Economics. Vol. 40, 1996.

10 ANEXOS

10.1 Quociente de Mercado

Empresa	1996 (em unidades)	1997 (em unidades)	1998 (em unidades)	1999 (em unidades)	2000 (em unidades)
Acesita	334,351307	121,9893881	231,9776882	539,8167488	581,1708708
Alfa Holdings S/A	458,8245791	331,4132233	719,3712571	548,4757725	576,3773454
Belgo Mineira	221,5478483	182,1409899	158,7414657	500,7110985	472,4286984
Bompreço Bahia S/A	2.004,342216	1.381,712455	613,8680777	1.411,951036	758,0667243
Braspérola Ind. e Com. S/A	110,9471418	238,8426728	1.830,01443	1.062,538598	-220,5309791
Buettner S/A Ind. e Com.	-368,372093	-166,8520578	-213,8613861	9.884,390244	2.234,2342
Celpe	497,7286061	949,314702	594,5476449	896,8881019	1.073,646775
Celulose Irani S/A	349,8129434	262,6715988	28,53588689	267,9619134	217,9300457
Cesp - Cia Energética de São Paulo	316,526573	386,8503729	131,4871523	79,88591066	145,5737465

Continua...

Continuação...

Empresa	1996 (em unidades)	1997 (em unidades)	1998 (em unidades)	1999 (em unidades)	2000 (em unidades)
Comgás	2.084,954903	2.116,235547	1.450,368822	2.083,718582	1.640,15935
Ebe – Empresa Bandeirante de Energia S/A			663,3033286	694,4580767	1.130,658239
Embraco S/A	1.050,692032	476,822983	491,151215	1.136,195296	1.154,489321
Eucatex Ind. E Com.	209,5370432	533,4700584	838,0720924	670,9908358	604,4090065
Cia Força e Luz Cataguazes Leopoldina	478,8295167	352,4088832	444,7644361	597,6467607	527,8063762
Gradiente	835,1013269	1.116,573258	541,3326143	1.968,196442	820,8260335
Lojas Americanas S/A	1317,917265	622,4066367	542,2393514	2.115,083131	1.398,749216
Lojas Renner S/A	3.150,955878	1.828,153682	1.543,516623	516,990606	473,7757336
Marisol S/A Indústria do Vestuário	880,0914572	750,4497328	497,1904004	1.242,598765	1.004,717958
Multibrás Eletrodomésticos	1.503,936189	457,9123657	477,9809822	1.004,971282	462,5506099
Paranapanema S/A	460,9564405	838,2307659	438,2155096	1.978,023614	2.173,439471
Cpfl - Cia Paulista de Força E Luz	1.237,677038	1.770,205553	1.017,890547	418,0502015	395,7476905
Perdigão S/A	697,8668624	910,4105543	670,4898831	1.487,222003	1.203,290373
Portobello S/A	56,52451279	189,4679149	137,0081355	282,0231998	380,2954113
Randon Participações S/A	425,2825653	289,4609873	181,69659	538,3903308	624,9157013
Ripasa S/A Celulose e Papel	112,217516	125,4531646	48,21793575	512,5948974	462,6488637
Sadia S/A	929,7855796	842,9430063	574,0071786	1.304,016289	842,8425726
Schulz S/A	217,3807131	119,8933423	121,8091204	175,3404765	202,425466

Continua...

Continuação...

Empresa	1996 (em unidades)	1997 (em unidades)	1998 (em unidades)	1999 (em unidades)	2000 (em unidades)
Sondotécnica		391,5111599	385,0113964	420,3284499	370,1647777
Tam - Transportes Aéreos Regionais S/A	2.412,313411	2.161,633578	2.031,601702	2.300,965312	1.167,992688
Tele Centro Oeste Celular Participações S/A			677,791549	1.239,719715	3.129,027889
Tele Nordeste Celular Participações S/A			853,746434	4.132,185631	2.484,412051
Telesp Celular S/A			2.250,591376	3.867,325935	2.180,808019
Ultrapar			0,089685803	1.351,582194	1.081,013341
Weg S/A	1.248,350848	1.548,271679	1.141,310809	1.771,81197	1.786,951615

10.2 Retorno do Patrimônio Líquido

Empresa	1996 (em unidades)	1997 (em unidades)	1998 (em unidades)	1999 (em unidades)	2000 (em unidades)
Acesita	0,24	0,32	-55,3	-26,98	-0,84
Alfa Holdings S/A	19,66	14,02	17,92	14,14	5,29
Belgo Mineira	1,68	3,86	4,24	-2,82	30,42
Bompreço Bahia S/A	10,38	8,16	3,09	-3,61	0,67
Braspérola Ind. e Com. S/A	-2,09	-9,22	-279,93	-193,59	-154,39
Buettner S/A Ind. e Com.	-275,63	-62,31	-43,44	813,47	5,71
Celpe	5,78	7,95	8,7	9,79	-8,7
Celulose Irani S/A	1,88	1,95	1,12	5,89	4,68
Cesp - Cia Energética de São Paulo	-4,04	8,72	5,43	0,27	-3,87
Comgás	-0,54	1,8	-0,36	-41,7	5,38
Ebe – Empresa Bandeirante de Energia S/A			-11,83	-23,16	7,65
Embraco S/A	7,2	14,31	17,37	12,43	14,62
Eucatex Ind. e Com.	-14,86	-12,05	-10,06	-9,49	-1,42
Cia Força e Luz Cataguazes Leopoldina	8,98	3,33	-2,86	-8,97	18,36
Gradiente	13,6	-233,19	-26,84	36,02	112,24
Lojas Americanas S/A	-5,05	-8,43	30,46	22,92	-11,16
Lojas Renner S/A	35,83	28,17	24,49	7,38	-6,96

Continua...

Continuação...

Empresa	1996 (em unidades)	1997 (em unidades)	1998 (em unidades)	1999 (em unidades)	2000 (em unidades)
Marisol S/A Indústria do Vestuário	16,66	10,8	10,92	22,48	11,7
Multibrás Eletrodomésticos	25,68	11,6	8,73	-3,02	8,66
Paranapanema S/A	-13,21	-150,76	-30,75	-68,27	-28,74
Cpfl - Cia Paulista de Força E Luz	6,79	5,01	21,19	2,71	1,99
Perdigão S/A	2,41	7,91	12,53	9,01	8,18
Portobello S/A	-2,88	2,35	-7,79	-3,21	-42,01
Randon Participações S/A	-1,81	5,99	1,14	-27,13	-1,98
Ripasa S/A Celulose e Papel	-6,22	-5,22	-8,9	13,11	14,11
Sadia S/A	7,62	9,37	17,67	9,57	11,89
Schulz S/A	-0,99	-3,46	-5,01	-4,24	-4,22
Sondotécnica		0,96	3,73	9,38	4,81
Tam - Transportes Aéreos Regionais S/A	51,74	23,32	7,38	-24,87	-13,18
Tele Centro Oeste Celular Participações S/A			22,48	10,58	14,43
Tele Nordeste Celular Participações S/A			29,34	2,66	4,63
Telesp Celular S/A			28,56	4,98	3,95
Ultrapar			9,38	10,73	14,31
Weg S/A	15,41	19,82	27,61	20,07	26,91

10.3 Retorno dos Ativos

Empresa	1996 (%)	1997 (%)	1998 (%)	1999 (%)	2000 (%)
Acesita	0,12	0,14	-24,02	-10,52	-0,29
Alfa Holdings S/A	19,28	13,74	17,05	13,64	5,19
Belgo Mineira	1,29	2,98	3,31	-1,95	18,26
Bompreço Bahia S/A	4,69	4,78	1,48	-1,41	0,25
Braspérola Ind. e Com. S/A	-1,15	-4,62	-46,22	-27,16	-65,98
Buettner S/A Ind. E Com.	-30,58	-19,35	-23,07	8,46	0,07
Celpe	4	5,58	5,23	5,62	-4,25
Celulose Irani S/A	1,24	1,23	0,64	3,17	2,28
Cesp – Cia Energética de São Paulo	-2,08	4,68	3,15	0,15	-2,12
Comgás	-0,28	1,17	-0,23	-19,13	3,43
Ebe - Empresa Bandeirante de Energia S/A			-3,66	-5,28	1,91
Embraco S/A	4,37	8,71	11,15	10,98	12,03
Eucatex Ind. e Com.	-8,41	-5,44	-5,78	-5,6	-0,78
Cia Força e Luz Cataguazes Leopoldina	5,48	1,87	-1,51	-4,16	9,06
Gradiente	4,21	-19,11	-1,63	5,69	47,65
Lojas Americanas S/A	-1,98	-3,29	15,18	5,13	-2,05
Lojas Renner S/A	17,38	14,95	8,95	2,86	-2,27

Continua...

Continuação...

Empresa	1996 (%)	1997 (%)	1998 (%)	1999 (%)	2000 (%)
Marisol S/A Indústria do Vestuário	11,44	8,12	7,7	14,19	7,62
Multibrás Eletrodomésticos	17,02	8,38	5,87	-2,04	6,06
Paranapanema S/A	-7,75	-46,68	-5,42	-21,61	-7,67
Cpfl - Cia Paulista de Força E Luz	4,7	2,7	10,65	1,9	1,35
Perdigão S/A	2	7,64	12,29	8,87	7,99
Portobello S/A	-1,54	1,26	-3,78	-1,3	-9,87
Randon Participações S/A	-1,66	4,85	0,85	-16,56	-0,94
Ripasa S/A Celulose e Papel	-4,1	-3,17	-5,26	7,52	10,08
Sadia S/A	2,97	3,91	7,5	3,04	3,44
Schulz S/A	-0,77	-2,52	-3,49	-2,88	-2,67
Sondotécnica		0,81	2,98	6,65	3,72
Tam - Transportes Aéreos Regionais S/A	20,65	10,3	2,42	-3,37	-1,51
Tele Centro Oeste Celular Participações S/A			14,81	7,28	6,75
Tele Nordeste Celular Participações S/A			14,96	0,97	2,15
Telesp Celular S/A			10,03	2,07	2,45
Ultrapar			3,19	4,57	6,38
Weg S/A	9,32	14,84	18,21	18,46	22,29

10.4 Ativos Totais

Empresa	1995 (em R\$ mil)	1996 (em R\$ mil)	1997 (em R\$ mil)	1998 (em R\$ mil)	1999 (em R\$ mil)	2000 (em R\$ mil)
Acesita	2.649.614	3.395.339	3.626.535	3.407.882	4.075.228	3.618.685
Alfa Holdings S/A	514.795	567.000	597.537	316.438	290.320	269.572
Belgo Mineira	2.801.562	2.620.359	2.387.266	2.641.770	2.487.791	3.151.974
Bompreço Bahia S/A		689.502	1.010.665	1.514.613	1.493.804	1.440.446
Braspérola Ind. e Com. S/A	287.033	265.257	249.443	193.973	215.721	146.053
Buettner S/A Ind. e Com.	87.058	70.168	62.265	62.773	91.032	105.692
Celpe		1.348.710	1.365.712	1.475.274	1.312.797	1.185.126
Celulose Irani S/A		123.883	122.028	133.197	139.067	154.338
Cesp – Cia Energética de São Paulo	37.332.801	35.774.786	35.921.445	36.142.803	21.767.401	19.558.777
Comgás	933.739	879.951	844.675	847.838	671.470	1.317.482
Ebe - Empresa Bandeirante de Energia S/A				3.048.198	2.794.243	2.632.698
Embraco S/A	864.118	830.369	861.651	918.983	611.545	664.647
Eucatex Ind. e Com.	746.033	666.140	691.955	794.034	724.551	697.984
Cia Força e Luz Cataguazes Leopoldina	392.564	281.575	993.482	1.005.609	887.180	815.592
Gradiente	459.095	660.283	694.470	726.292	478.045	990.915
Lojas Americanas S/A	1.665.115	1.763.936	1.524.531	1.524.615	1.072.516	970.941
Lojas Renner S/A	149.183	175.177	187.264	222.346	500.396	505.580

Continua...

Continuação...

Empresa	1995 (em R\$ mil)	1996 (em R\$ mil)	1997 (em R\$ mil)	1998 (em R\$ mil)	1999 (em R\$ mil)	2000 (em R\$ mil)
Marisol S/A Indústria do Vestuário	236.752	228.723	199.679	215.089	204.800	209.198
Multibrás Eletrodomésticos	1.659.304	2.079.635	2.065.376	2.324.765	1.869.705	1.901.363
Paranapanema S/A	834.514	1.480.019	1.078.393	1.431.984	1.034.669	869.983
Cpfl - Cia Paulista de Força E Luz	4.908.939	3.668.034	3.744.822	4.413.257	7.199.706	6.258.731
Perdigão S/A	739.714	1.531.695	1.667.397	1.928.485	2.043.599	2.234.012
Portobello S/A	280.252	268.018	253.780	245.835	241.715	272.923
Randon Participações S/A	299.328	284.291	309.740	262.845	210.850	237.801
Ripasa S/A Celulose e Papel	1.516.025	1.409.198	1.348.746	1.249.480	1.174.876	1.098.620
Sadia S/A	1.830.679	2.075.193	1.861.249	2.429.471	2.972.886	3.280.327
Schulz S/A	152.849	153.088	146.937	143.678	119.526	112.323
Sondotécnica			52.403	54.326	54.205	45.758
Tam - Transportes Aéreos Regionais S/A	352.629	400.224	415.660	602.084	979.014	1.476.493
Tele Centro Oeste Celular Participações S/A				1.138.290	1.619.993	1.915.450
Tele Nordeste Celular Participações S/A				918.614	1.066.678	1.239.253
Telesp Celular S/A				4.232.987	5.997.148	6.204.006
Ultrapar				1.842.013	2.113.883	2.014.526
Weg S/A	521.287	631.862	529.810	707.275	488.460	562.583

10.5 Crescimento dos Ativos

Empresa	1996 (%)	1997 (%)	1998 (%)	1999 (%)	2000 (%)	Crescimento Médio dos Ativos (%)
Acesita	28,14467	6,809217	-6,02925	19,58243	-11,2029	7,460835
Alfa Holdings S/A	10,14093	5,385714	-47,0429	-8,25375	-7,1466	-9,38333
Belgo Mineira	-6,46793	-8,89546	10,6609	-5,82863	26,6977	3,233316
Bompreço Bahia S/A		46,57898	49,86301	-1,37388	-3,57195	22,87404
Braspérola Ind. e Com. S/A	-7,58658	-5,96177	-22,2375	11,21187	-32,2954	-11,3739
Buettner S/A Ind. e Com.	-19,4009	-11,263	0,815868	45,01776	16,10423	6,254806
Celpe		1,260612	8,022336	-11,0133	-9,72511	-2,86388
Celulose Irani S/A		-1,49738	9,152817	4,407006	10,98104	5,76087
Cesp – Cia Energética de São Paulo	-4,17331	0,409951	0,616228	-39,7739	-10,1465	-10,6135
Comgás	-5,7605	-4,00886	0,374464	-20,8021	96,20862	13,20233
Ebe - Empresa Bandeirante de Energia S/A				-8,33132	-5,78135	-7,05633
Embraco S/A	-3,9056	3,767241	6,653738	-33,4542	8,683253	-3,6511
Eucatex Ind. e Com.	-10,709	3,875311	14,75226	-8,75063	-3,66668	-0,89976
Cia Força e Luz Cataguazes Leopoldina	-28,2728	252,8303	1,220656	-11,7768	-8,06916	41,18643
Gradiente	43,82274	5,177628	4,582199	-34,1801	107,2849	25,33748
Lojas Americanas S/A	5,934785	-13,5722	0,00551	-29,6533	-9,47072	-9,35119
Lojas Renner S/A	17,42424	6,899878	18,73398	125,0528	1,03598	33,82938

Continua...

Continuação...

Empresa	1996 (%)	1997 (%)	1998 (%)	1999 (%)	2000 (%)	Crescimento Médio dos Ativos (%)
Marisol S/A Indústria do Vestuário	-3,39131	-12,6983	7,717386	-4,7836	2,147461	-2,20168
Multibrás Eletrodomésticos	25,33177	-0,68565	12,55892	-19,5745	1,693208	3,864759
Paranapanema S/A	77,35101	-27,1365	32,7887	-27,7458	-15,9168	7,868122
Cpfl - Cia Paulista de Força E Luz	-25,2785	2,093438	17,84958	63,13815	-13,0696	8,946613
Perdigão S/A	107,0658	-13,8202	6,362518	-10,0172	-2,85328	17,34753
Portobello S/A	-4,36536	-5,31233	-3,13066	-1,67592	12,91107	-0,31464
Randon Participações S/A	-5,02359	8,951743	-15,1401	-19,7816	12,78207	-3,6423
Ripasa S/A Celulose e Papel	-7,04652	-4,28982	-7,35987	-5,9708	-6,49056	-6,23151
Sadia S/A	13,35647	-10,3096	30,52907	22,36763	10,3415	13,25701
Schulz S/A	0,156363	-4,01795	-2,21796	-16,8098	-6,0263	-5,78313
Sondotécnica			3,669637	-0,22273	-15,5834	-4,04551
Tam - Transportes Aéreos Regionais S/A	13,49719	3,85684	44,85012	62,60422	50,81429	35,12453
Tele Centro Oeste Celular Participações S/A				42,31813	18,23817	30,27815
Tele Nordeste Celular Participações S/A				16,1182	16,17873	16,14846
Telesp Celular S/A				41,6765	3,449273	22,56289
Ultrapar				14,7594	-4,70021	5,029592
Weg S/A	21,21192	-16,151	33,49597	-30,9378	15,17484	4,558796

10.6 Vendas

Empresa	1995 (em R\$ mil)	1996 (em R\$ mil)	1997 (em R\$ mil)	1998 (em R\$ mil)	1999 (em R\$ mil)	2000 (em R\$ mil)
Acesita	1.280.530	911.379	867.743	751.366	960.890	1.287.652
Alfa Holdings S/A			550	1.685	1.051	456
Belgo Mineira	1.065.011	966.257	782.287	831.979	913.774	1.237.155
Bompreço Bahia S/A		1.805.962	1.848.410	2.185.734	1.926.086	2.023.581
Braspérola Ind. E Com. S/A	190.055	153.388	110.800	94.565	96.368	38.249
Buettner S/A Ind. e Com.	123.927	86.133	86.536	88.199	108.765	120.719
Celpe		845.636	906.450	982.740	913.229	1.011.987
Celulose Irani S/A		77.760	74.274	107.985	123.299	137.088
Cesp – Cia Energética de São Paulo	4.660.773	5.278.814	5.656.699	5.588.145	2.566.558	1.435.541
Comgás	359.743	419.645	445.602	433.048	448.563	635.663
Ebe - Empresa Bandeirante de Energia S/A				2.892.218	2.672.910	3.008.044
Embraco S/A	817.271	599.592	697.730	699.008	748.146	687.251
Eucatex Ind. e Com.	194.970	239.032	225.852	263.053	306.219	320.524
Cia Força e Luz Cataguazes Leopoldina	100.010	116.555	136.055	161.559	154.597	177.287
Gradiente	812.860	863.977	1.077.309	1.019.110	443.438	640
Lojas Americanas S/A	3.645.181	3.384.534	2.988.887	2.433.224	1.646.144	1.652.261
Lojas Renner S/A	296.321	328.789	340.186	403.777	446.810	676.358

Continua...

Continuação...

Empresa	1995 (em R\$ mil)	1996 (em R\$ mil)	1997 (em R\$ mil)	1998 (em R\$ mil)	1999 (em R\$ mil)	2000 (em R\$ mil)
Marisol S/A Indústria do Vestuário	269.997	233.196	195.665	175.328	202.561	196.664
Multibrás Eletrodomésticos	3.069.587	2.906.516	2.473.587	1.642.104	1.517.798	1.508.641
Paranapanema S/A	131.519	111.281	107.369	14.740	121	0
Cpfl - Cia Paulista de Força E Luz	1.885.535	2.476.871	2.654.556	2.890.868	2.868.874	3.127.455
Perdigão S/A	1.315.778	1.473.339	1.703.736	1.868.285	1.980.294	2.066.406
Portobello S/A	172.110	216.937	239.247	212.842	195.575	168.238
Randon Participações S/A	4.780	5.184	6.305	9.971	7.597	8.409
Ripasa S/A Celulose e Papel	631.598	477.413	439.468	443.807	556.821	634.181
Sadia S/A	2.354.766	2.198.501	2.284.691	2.351.349	3.201.739	3.257.944
Schulz S/A	124.503	97.650	116.470	98.814	95.203	102.309
Sondotécnica			33.961	52.363	58.086	45.604
Tam – Transportes Aéreos Regionais S/A	635.370	746.989	731.317	770.564	904.510	752.072
Tele Centro Oeste Celular Participações S/A				799.034	814.632	1.129.746
Tele Nordeste Celular Participações S/A				780.334	956.529	1.080.738
Telesp Celular S/A				2.869.017	3.299.150	3.682.397
Ultrapar				1.758.087	2.118.741	2.301.172
Weg S/A	27.384	25.640	26.143	21.965	13.089	0

10.7 Crescimento das Vendas

Empresa	1996 (%)	1997 (%)	1998 (%)	1999 (%)	2000 (%)	Média do Cresc. das Vendas (%)
Acesita	-28,828	-4,78791	-13,4115	27,88574	34,00618	2,972914
Alfa Holdings S/A			206,3636	-37,6261	-56,6127	37,37492
Belgo Mineira	-9,27258	-19,0394	6,352144	9,831378	35,3896	4,65222
Bompreço Bahia S/A		2,350437	18,24941	-11,8792	5,06182	3,445614
Braspérola Ind. e Com. S/A	-19,2928	-27,7649	-14,6525	1,906625	-60,3094	-24,0226
Buettner S/A Ind. e Com.	-30,497	0,467881	1,921744	23,31772	10,99067	1,240206
Celpe		7,19151	8,416349	-7,07318	10,81416	4,837208
Celulose Irani S/A		-4,48302	45,38735	14,1816	11,18338	16,56733
Cesp – Cia Energética de São Paulo	13,26048	7,158521	-1,21191	-54,0714	-44,0675	-15,7863
Comgás	16,65133	6,185466	-2,81731	3,582744	41,71097	13,06264
Ebe - Empresa Bandeirante de Energia S/A				-7,58269	12,53817	2,477739
Embraco S/A	-26,6349	16,36746	0,183165	7,029676	-8,13945	-2,2388
Eucatex Ind. e Com.	22,59937	-5,51391	16,47141	16,40962	4,671493	10,9276
Cia Força e Luz Cataguazes Leopoldina	16,54335	16,7303	18,74536	-4,30926	14,67687	12,47732
Gradiente	6,288537	24,69186	-5,40226	-56,4877	-99,8557	-26,1531
Lojas Americanas S/A	-7,15045	-11,6899	-18,591	-32,3472	0,371596	-13,8814
Lojas Renner S/A	10,95704	3,466357	18,69301	10,65762	51,37486	19,02978

Continua...

Continuação...

Empresa	1996 (%)	1997 (%)	1998 (%)	1999 (%)	2000 (%)	Média do Cresc. da Rec. Bruta (%)
Marisol S/A Indústria do Vestuário	-13,6302	-16,0942	-10,3938	15,5326	-2,91122	-5,49935
Multibrás Eletrodomésticos	-5,31247	-14,8951	-33,6145	-7,56992	-0,60331	-12,3991
Paranapanema S/A	-15,3879	-3,51542	-86,2716	-99,1791	-100	-60,8708
Cpfl - Cia Paulista de Força E Luz	31,36171	7,173769	8,902129	-0,76081	9,013327	11,13802
Perdigão S/A	11,97474	15,63775	9,658128	5,995284	4,348445	9,522869
Portobello S/A	26,04555		-1,39735	-11,6653	-13,2518	-0,06721
Randon Participações S/A	8,451883	21,62423	58,14433	-23,809	10,68843	15,01996
Ripasa S/A Celulose e Papel	-24,4119	-7,94804	0,98733	25,46467	13,89315	1,597045
Sadia S/A	-6,63612	3,920398	2,917594	36,16605	1,755452	7,624675
Schulz S/A	-21,5682	19,27291	-15,1593	-3,65434	7,464051	-2,72896
Sondotécnica			54,18568	10,92947	-21,4888	14,54211
Tam - Transportes Aéreos Regionais S/A	17,56756	-2,09802	5,366619	17,38285	-16,8531	4,273181
Tele Centro Oeste Celular Participações S/A				1,952107	38,68176	20,31693
Tele Nordeste Celular Participações S/A				22,57943	12,98539	17,78241
Telesp Celular S/A				14,99235	11,61654	13,30444
Ultrapar				20,514	8,610349	14,56218
Weg S/A	-6,36868	1,961778	-15,9813	-40,4097	-100	-32,1596

10.8 Lucro Operacional

Empresa	1995 (em R\$ mil)	1996 (em R\$ mil)	1997 (em R\$ mil)	1998 (em R\$ mil)	1999 (em R\$ mil)	2000 (em R\$ mil)
Acesita	38.781	-29.517	-66.724	-370.855	-478.830	-10.052
Alfa Holdings S/A	68.047	109.292	82.671	55.521	39.608	14.585
Belgo Mineira	69.382	57.805	90.444	73.994	-4.521	207.258
Bompreço Bahia S/A		34.913	61.047	38.012	-118.601	-11.150
Braspérola Ind. e Com. S/A	-12.813	-4.594	-10.355	-69.937	-73.771	-45.542
Buettner S/A Ind. E Com.	-20.632	-20.192	-12.203	-14.243	6.202	5.541
Celpe		32.442	34.953	10.243	11.843	-97.823
Celulose Irani S/A		1.736	1.430	1.155	4.772	6.122
Cesp – Cia Energética de São Paulo	-261.336	-711.752	-1.597.036	-713.102	-2.263.264	-307.494
Comgás	-74.184	-12.086	13.784	-887	-163.561	42.339
Ebe - Empresa Bandeirante de Energia S/A				-143.633	-199.987	160.495
Embraco S/A	85.441	50.036	99.153	96.615	77.130	95.006
Eucatex Ind. E Com.	-65.214	-69.592	-46.076	-51.607	-90.696	-6.203
Cia Força e Luz Cataguazes Leopoldina	3.964	7.209	14.967	-15.877	-50.679	-36.513
Gradiente	69.021	37.140	-131.827	-11.799	-78.046	464.426
Lojas Americanas S/A	59.794	-18.674	-22.944	-52.852	74.798	-6.530
Lojas Renner S/A	34.621	40.469	33.306	37.046	21.704	-17.834

Continua...

Continuação...

Empresa	1995 (em R\$ mil)	1996 (em R\$ mil)	1997 (em R\$ mil)	1998 (em R\$ mil)	1999 (em R\$ mil)	2000 (em R\$ mil)
Marisol S/A Indústria do Vestuário	54.462	34.695	18.181	14.881	13.342	15.207
Multibrás Eletrodomésticos	247.784	470.666	199.267	116.896	-63.752	60.977
Paranapanema S/A	-33.949	-155.480	-488.429	-33.563	-177.732	-5.500
Cpfl - Cia Paulista de Força E Luz	-83.233	260.515	234.270	263.246	86.909	80.425
Perdigão S/A	50.074	21.065	60.420	98.394	73.885	51.457
Portobello S/A	-1.697	-5.890	4.683	-9.394	-5.047	-36.225
Randon Participações S/A	2.241	-4.817	16.490	2.545	-35.596	-2.621
Ripasa S/A Celulose e Papel	77.538	-63.171	-34.362	-64.061	91.448	152.183
Sadia S/A	122.452	84.075	90.521	188.123	97.661	59.054
Schulz S/A	5.503	3.273	4.109	-69	5.725	4.976
Sondotécnica			397	2.096	5.823	3.945
Tam - Transportes Aéreos Regionais S/A	126.930	123.945	68.001	22.004	-50.256	-17.438
Tele Centro Oeste Celular Participações S/A				171.298	133.714	181.818
Tele Nordeste Celular Participações S/A				197.502	-562	36.671
Telesp Celular S/A				678.027	157.885	141.324
Ultrapar				157.020	280.336	306.436
Weg S/A	52.097	65.919	72.100	108.286	72.854	127.083

10.9 Crescimento do Lucro Operacional

Empresa	1996 (%)	1997 (%)	1998 (%)	1999 (%)	2000 (%)	Média do Cresc. Luc. Operac. (%)
Acesita	-176,112	-126,053	-455,805	-29,1152	97,90072	-137,837
Alfa Holdings S/A	60,61252	-24,3577	-32,841	-28,6612	-63,1766	-17,6848
Belgo Mineira	-16,6859	56,46397	-18,1881	-106,11	4684,34	919,964
Bompreço Bahia S/A		74,85464	-37,7332	-412,009	90,59873	-71,0723
Braspérola Ind. E Com. S/A	64,14579	-125,403	-575,394	-5,48208	38,26571	-120,773
Buettner S/A Ind. e Com.	2,13261	39,56517	-16,7172	143,5442	-10,6579	31,57339
Celpe		7,739967	-70,6949	15,62042	-925,998	-243,333
Celulose Irani S/A		-17,6267	-19,2308	313,1602	28,29003	76,14818
Cesp – Cia Energética de São Paulo	-172,351	-124,381	55,34841	-217,383	86,41369	-74,4706
Comgás	83,70808	214,0493	-106,435	-18339,8	125,8858	-3604,52
Ebe - Empresa Bandeirante de Energia S/A				-39,2347	180,2527	70,509
Embraco S/A	-41,438	98,16332	-2,55968	-20,1677	23,17646	11,43489
Eucatex Ind. e Com.	-6,71328	33,79124	-12,0041	-75,7436	93,16067	6,498189
Cia Força e Luz Cataguazes Leopoldina	81,86176	107,6155	-206,08	-219,198	27,95241	-41,5696
Gradiente	-46,1903	-454,946	91,04963	-561,463	695,067	-55,2965
Lojas Americanas S/A	-131,231	-22,866	-130,352	241,5235	-108,73	-30,3311
Lojas Renner S/A	16,89148	-17,7	11,22921	-41,4134	-182,169	-42,6324

Continua...

Continuação...

Empresa	1996 (%)	1997 (%)	1998 (%)	1999 (%)	2000 (%)	Média do Cresc. Luc. Operac. (%)
Marisol S/A Indústria do Vestuário	-36,295	-47,5976	-18,1508	-10,342	13,97841	-19,6814
Multibrás Eletrodomésticos	89,95012	-57,6628	-41,337	-154,537	195,6472	6,412038
Paranapanema S/A	-357,981	-214,143	93,12838	-429,547	96,90545	-162,327
Cpfl - Cia Paulista de Força E Luz	412,9948	-10,0743	12,36863	-66,9856	-7,46068	68,16858
Perdigão S/A	-57,9323	245,9073	69,93103	-33,8652	-10,8177	42,64463
Portobello S/A	-247,083	179,5076	-300,598	46,27422	-617,753	-187,93
Randon Participações S/A	-314,949	442,3293	-84,5664	-1498,66	92,63681	-272,643
Ripasa S/A Celulose e Papel	-181,471	45,60479	-86,4298	242,7514	66,41479	17,37404
Sadia S/A	-31,3404	7,666964	107,8225	-48,0866	-39,5316	-0,69385
Schulz S/A	-40,5234	25,54232	-101,679	8397,101	-13,083	1653,472
Sondotécnica			427,9597	177,8149	-32,2514	191,1744
Tam - Transportes Aéreos Regionais S/A	-2,35169	-45,1361	-67,6417	-328,395	65,30166	-75,6445
Tele Centro Oeste Celular Participações S/A				-21,9407	35,97529	7,01729
Tele Nordeste Celular Participações S/A				-100,285	6625,089	3262,402
Telesp Celular S/A				-76,7141	-10,4893	-43,6017
Ultrapar				78,53522	9,310256	43,92274
Weg S/A	26,53128	9,376659	50,18863	-32,7208	74,43517	25,5622

10.10 Cálculos para formação do fator de lucratividade em 1996

Total Variance Explained

Component	Initial Eigenvalues			Extraction Sums of Squared Loadings		
	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance	Cumulative %
1	2,275	75,834	75,834	2,275	75,834	75,834
2	,570	18,984	94,818			
3	,155	5,182	100,000			

Extraction Method: Principal Component Analysis.

10.11 Cálculos para formação do fator de lucratividade em 1997

Total Variance Explained

Component	Initial Eigenvalues			Extraction Sums of Squared Loadings		
	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance	Cumulative %
1	1,848	61,602	61,602	1,848	61,602	61,602
2	,981	32,697	94,299			
3	,171	5,701	100,000			

Extraction Method: Principal Component Analysis.

10.12 Cálculo para a formação do fator de lucratividade em 1998

Total Variance Explained

Component	Initial Eigenvalues			Extraction Sums of Squared Loadings		
	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance	Cumulative %
1	1,886	62,860	62,860	1,886	62,860	62,860
2	1,021	34,029	96,890			
3	9,331E-02	3,110	100,000			

Extraction Method: Principal Component Analysis.

10.13 Cálculo para formação do fator de lucratividade em 1999

Total Variance Explained

Component	Initial Eigenvalues			Extraction Sums of Squared Loadings		
	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance	Cumulative %
1	1,942	64,718	64,718	1,942	64,718	64,718
2	,909	30,316	95,035			
3	,149	4,965	100,000			

Extraction Method: Principal Component Analysis.

10.14 Cálculo para formação do fator de lucratividade em 2000

Total Variance Explained

Component	Initial Eigenvalues			Extraction Sums of Squared Loadings		
	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance	Cumulative %
1	1,983	66,112	66,112	1,983	66,112	66,112
2	1,001	33,368	99,480			
3	1,560E-02	,520	100,000			

Extraction Method: Principal Component Analysis.

10.15 Cálculo para formação do fator de crescimento durante o ano de 1996

Total Variance Explained

Component	Initial Eigenvalues			Extraction Sums of Squared Loadings		
	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance	Cumulative %
1	1,465	48,822	48,822	1,465	48,822	48,822
2	,941	31,373	80,195			
3	,594	19,805	100,000			

Extraction Method: Principal Component Analysis.

10.16 Cálculo para formação do fator de crescimento durante o ano de 1997

Total Variance Explained

Component	Initial Eigenvalues			Extraction Sums of Squared Loadings		
	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance	Cumulative %
1	1,439	47,974	47,974	1,439	47,974	47,974
2	,865	28,824	76,798			
3	,696	23,202	100,000			

Extraction Method: Principal Component Analysis.

10.17 Cálculo para formação do fator de crescimento durante o ano de 1998

Total Variance Explained

Component	Initial Eigenvalues			Extraction Sums of Squared Loadings		
	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance	Cumulative %
1	1,575	52,493	52,493	1,575	52,493	52,493
2	1,123	37,438	89,931			
3	,302	10,069	100,000			

Extraction Method: Principal Component Analysis.

10.18 Cálculo para formação do fator de crescimento durante o ano de 1999

Total Variance Explained

Component	Initial Eigenvalues			Extraction Sums of Squared Loadings		
	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance	Cumulative %
1	1,507	50,219	50,219	1,507	50,219	50,219
2	1,001	33,381	83,600			
3	,492	16,400	100,000			

Extraction Method: Principal Component Analysis.

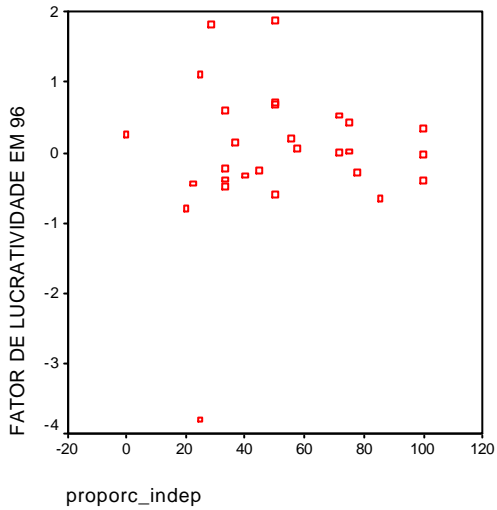
10.19 Cálculo para formação do fator de crescimento durante o ano de 2000

Total Variance Explained

Component	Initial Eigenvalues			Extraction Sums of Squared Loadings		
	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance	Cumulative %
1	1,200	40,010	40,010	1,200	40,010	40,010
2	1,051	35,027	75,037			
3	,749	24,963	100,000			

Extraction Method: Principal Component Analysis.

10.20 Cálculo da Análise de Regressão Linear entre a proporção de conselheiros independentes (variável independente) e o fator de lucratividade em 1996 (variável dependente)



Não houve regressão

Correlations

		FATOR DE LUCRATIVIDADE EM 96	proporc_indep
Pearson Correlation	FATOR DE LUCRATIVIDADE EM 96	1,000	,071
	proporc_indep	,071	1,000
Sig. (1-tailed)	FATOR DE LUCRATIVIDADE EM 96	,	,360
	proporc_indep	,360	,
N	FATOR DE LUCRATIVIDADE EM 96	28	28
	proporc_indep	28	34

Variables Entered/Removed^a

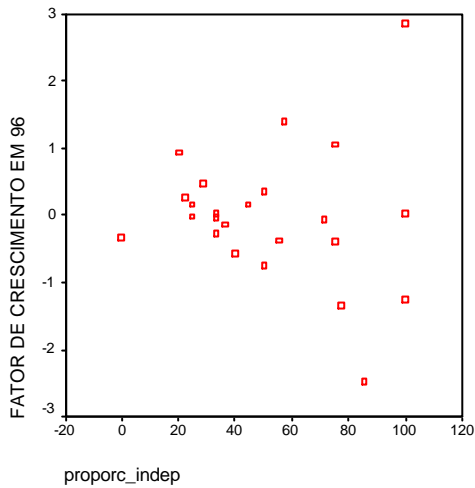
a. Dependent Variable: FATOR DE LUCRATIVIDADE EM 96

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
1	,071 ^a	,005	-,033	1,01647220	,005	,132	1	26	,719

a. Predictors: (Constant), proporc_indep

10.21 Cálculo da Análise de Regressão Linear entre a proporção de conselheiros independentes (variável independente) e o fator de crescimento em 1996 (variável dependente)



Não houve regressão

Correlations

		FATOR DE CRESCIMENTO EM 96	proporc_indep
Pearson Correlation	FATOR DE CRESCIMENTO EM 96	1,000	-,061
	proporc_indep	-,061	1,000
Sig. (1-tailed)	FATOR DE CRESCIMENTO EM 96	,	,388
	proporc_indep	,388	,
N	FATOR DE CRESCIMENTO EM 96	24	24
	proporc_indep	24	34

Variables Entered/Removed^a

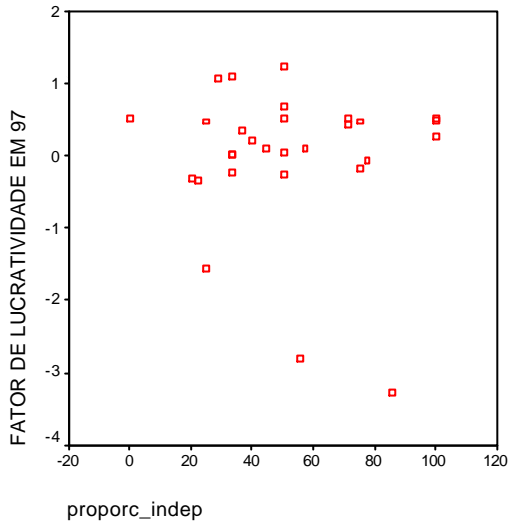
a. Dependent Variable: FATOR DE CRESCIMENTO EM 96

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
1	,061 ^a	,004	-,042	1,03398758	,004	,083	1	22	,776

a. Predictors: (Constant), proporc_indep

10.22 Cálculo da Análise de Regressão Linear entre a proporção de conselheiros independentes (variável independente) e o fator de lucratividade em 1997 (variável dependente)



Não houve regressão

Correlations

		FATOR DE LUCRATIVIDADE EM 97	proporc_indep
Pearson Correlation	FATOR DE LUCRATIVIDADE EM 97	1,000	-,094
	proporc_indep	-,094	1,000
Sig. (1-tailed)	FATOR DE LUCRATIVIDADE EM 97	,	,314
	proporc_indep	,314	,
N	FATOR DE LUCRATIVIDADE EM 97	29	29
	proporc_indep	29	34

Variables Entered/Removed^a

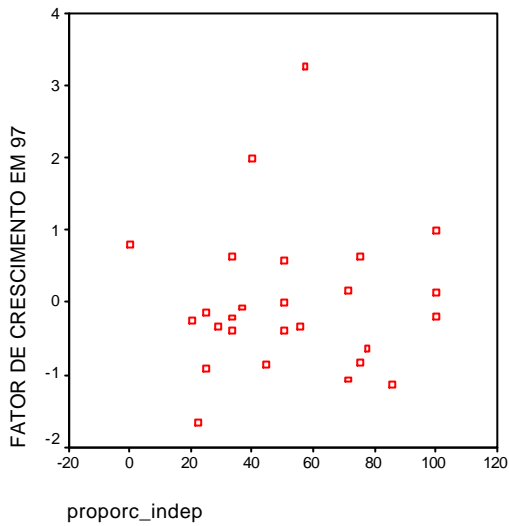
a. Dependent Variable: FATOR DE LUCRATIVIDADE EM 97

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
1	,094 ^a	,009	-,028	1,01387448	,009	,239	1	27	,629

a. Predictors: (Constant), proporc_indep

10.23 Cálculo da Análise de Regressão Linear entre a proporção de conselheiros independentes (variável independente) e o fator de crescimento em 1997 (variável dependente)



Não houve regressão

Correlations

		FATOR DE CRESCIMENTO EM 97	proporc_indep
Pearson Correlation	FATOR DE CRESCIMENTO EM 97	1,000	,027
	proporc_indep	,027	1,000
Sig. (1-tailed)	FATOR DE CRESCIMENTO EM 97	,	,447
	proporc_indep	,447	,
N	FATOR DE CRESCIMENTO EM 97	26	26
	proporc_indep	26	34

Variables Entered/Removed

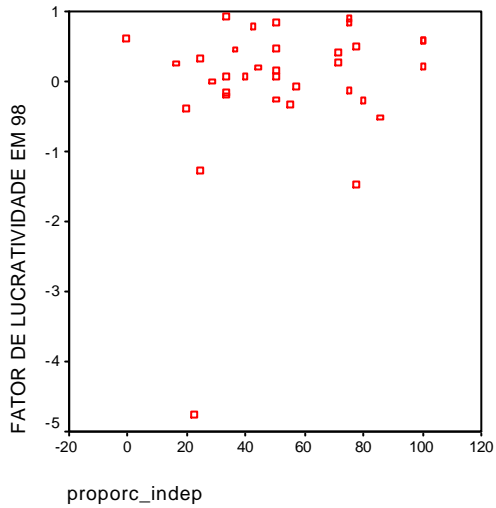
a. Dependent Variable: FATOR DE CRESCIMENTO EM 97

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
1	,027 ^a	,001	-,041	1,04041211	,001	,018	1	24	,895

a. Predictors: (Constant), proporc_indep

10.24 Cálculo da Análise de Regressão Linear entre a proporção de conselheiros independentes (variável independente) e o fator de lucratividade em 1998 (variável dependente)



Não houve regressão

Correlations

		FATOR DE LUCRATIVIDADE EM 98	proporc_indep
Pearson Correlation	FATOR DE LUCRATIVIDADE EM 98	1,000	,198
	proporc_indep	,198	1,000
Sig. (1-tailed)	FATOR DE LUCRATIVIDADE EM 98	,	,130
	proporc_indep	,130	,
N	FATOR DE LUCRATIVIDADE EM 98	34	34
	proporc_indep	34	34

Variables Entered/Removed^a

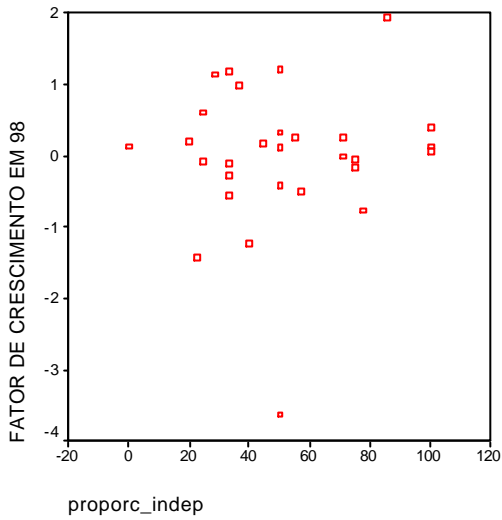
a. Dependent Variable: FATOR DE LUCRATIVIDADE EM 98

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
1	,198 ^a	,039	,009	,99534468	,039	1,309	1	32	,261

a. Predictors: (Constant), proporc_indep

10.25 Cálculo da Análise de Regressão Linear entre a proporção de conselheiros independentes (variável independente) e o fator de crescimento em 1998 (variável dependente)



Não houve regressão

Correlations

		FATOR DE CRESCIMENTO EM 98	proporc_indep
Pearson Correlation	FATOR DE CRESCIMENTO EM 98	1,000	,080
	proporc_indep	,080	1,000
Sig. (1-tailed)	FATOR DE CRESCIMENTO EM 98	,	,340
	proporc_indep	,340	,
N	FATOR DE CRESCIMENTO EM 98	29	29
	proporc_indep	29	34

Variables Entered/Removed^a

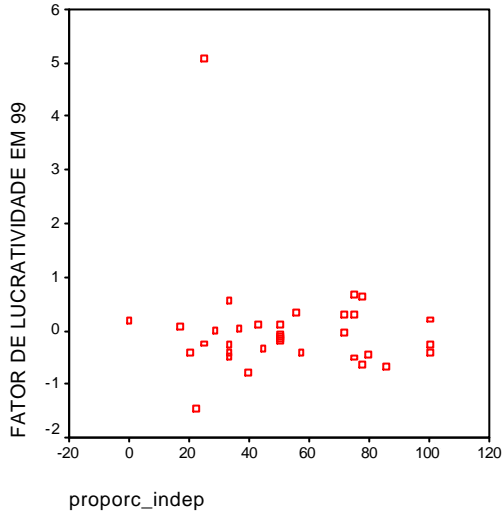
a. Dependent Variable: FATOR DE CRESCIMENTO EM 98

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
1	,080 ^a	,006	-,030	1,01507757	,006	,174	1	27	,680

a. Predictors: (Constant), proporc_indep

10.26 Cálculo da Análise de Regressão Linear entre a proporção de conselheiros independentes (variável independente) e o fator de lucratividade em 1999 (variável dependente)



Não houve regressão

Correlations

		FATOR DE LUCRATIVIDADE EM 99	proporc_indep
Pearson Correlation	FATOR DE LUCRATIVIDADE EM 99	1,000	-,122
	proporc_indep	-,122	1,000
Sig. (1-tailed)	FATOR DE LUCRATIVIDADE EM 99	,	,246
	proporc_indep	,246	,
N	FATOR DE LUCRATIVIDADE EM 99	34	34
	proporc_indep	34	34

Variables Entered/Removed^a

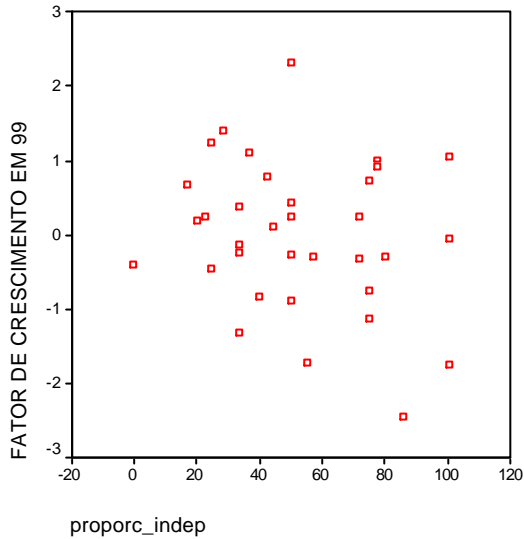
a. Dependent Variable: FATOR DE LUCRATIVIDADE EM 99

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
1	,122 ^a	,015	-,016	1,00793091	,015	,483	1	32	,492

a. Predictors: (Constant), proporc_indep

10.27 Cálculo da Análise de Regressão Linear entre a proporção de conselheiros independentes (variável independente) e o fator de crescimento em 1999 (variável dependente)



Não houve regressão

Correlations

		FATOR DE CRESCIMENTO EM 99	proporc_indep
Pearson Correlation	FATOR DE CRESCIMENTO EM 99	1,000	-,203
	proporc_indep	-,203	1,000
Sig. (1-tailed)	FATOR DE CRESCIMENTO EM 99	,	,125
	proporc_indep	,125	,
N	FATOR DE CRESCIMENTO EM 99	34	34
	proporc_indep	34	34

Variables Entered/Removed^a

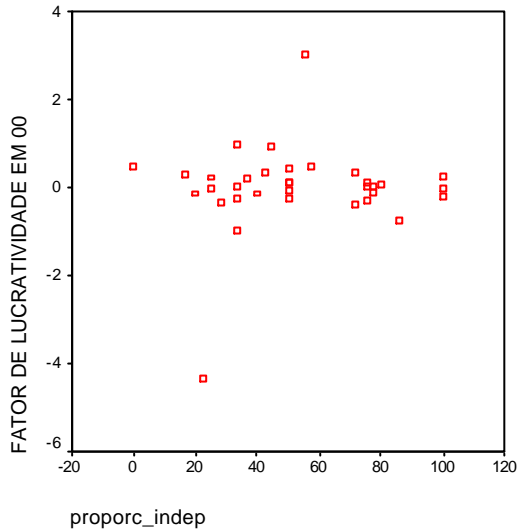
a. Dependent Variable: FATOR DE CRESCIMENTO EM 99

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
1	,203 ^a	,041	,011	,99433996	,041	1,377	1	32	,249

a. Predictors: (Constant), proporc_indep

10.28 Cálculo da Análise de Regressão Linear entre a proporção de conselheiros independentes (variável independente) e o fator de lucratividade em 2000 (variável dependente)



Não houve regressão

Correlations

		FATOR DE LUCRATIVIDADE EM 00	proporc_indep
Pearson Correlation	FATOR DE LUCRATIVIDADE EM 00	1,000	,089
	proporc_indep	,089	1,000
Sig. (1-tailed)	FATOR DE LUCRATIVIDADE EM 00	,	,309
	proporc_indep	,309	,
N	FATOR DE LUCRATIVIDADE EM 00	34	34
	proporc_indep	34	34

Variables Entered/Removed^a

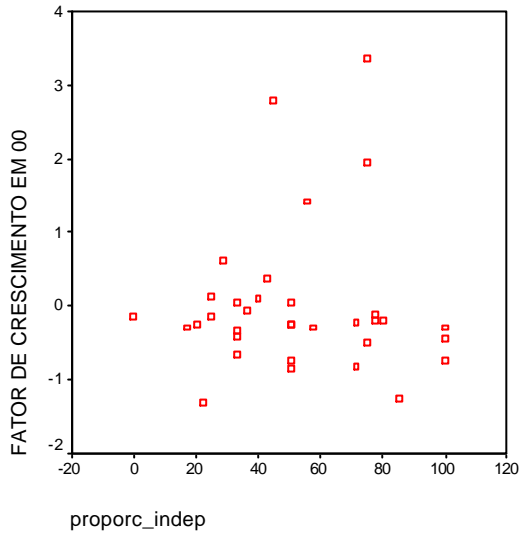
a. Dependent Variable: FATOR DE LUCRATIVIDADE EM 00

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
1	,089 ^a	,008	-,023	1,01149990	,008	,254	1	32	,618

a. Predictors: (Constant), proporc_indep

10.29 Cálculo da Análise de Regressão Linear entre a proporção de conselheiros independentes (variável independente) e o fator de crescimento em 2000 (variável dependente)



Não houve regressão

Correlations

		FATOR DE CRESCIMENTO EM 00	proporc_indep
Pearson Correlation	FATOR DE CRESCIMENTO EM 00	1,000	,026
	proporc_indep	,026	1,000
Sig. (1-tailed)	FATOR DE CRESCIMENTO EM 00	,	,441
	proporc_indep	,441	,
N	FATOR DE CRESCIMENTO EM 00	34	34
	proporc_indep	34	34

Variables Entered/Removed^a

a. Dependent Variable: FATOR DE CRESCIMENTO EM 00

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
1	,026 ^a	,001	-,031	1,01515476	,001	,022	1	32	,883

a. Predictors: (Constant), proporc_indep