

Universidade Federal de Pernambuco
Centro de Ciências Sociais Aplicadas
Curso de Mestrado em Administração

**Governança Corporativa e Estratégia:
Evidências de Associações e Implicações para o
Desempenho Financeiro de Indústrias Brasileiras**

Wesley Mendes da Silva

Dissertação apresentada como
requisito complementar para
obtenção do grau de Mestre em
Administração.

Recife, 2003

Mendes da Silva, Wesley

Governança corporativa e estratégia: evidências de associações e implicações para o desempenho financeiro de indústrias brasileiras / Wesley Mendes da Silva. - Recife: O Autor, 2003.

197 folhas: il., fig., tab., gráf., quadros.

Dissertação (mestrado) - Universidade Federal de Pernambuco. CCSA. Administração, 2003.

Inclui bibliografia, apêndices e anexos.

1. Indústria manufatureira - Governança corporativa e estratégias. 2. Desempenho empresarial - Avaliação financeira. 3. Estratégias empresariais (Indústria manufatureira) - Utilização. 3. Mercado de capitais -Brasil. I. Título.

658.15.012.1	CDU (2.ed.)	UFPE
658.1	CDD (21.ed.)	BC2003-293

UNIVERSIDADE FEDERAL DE PERNAMBUCO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO

CLASSIFICAÇÃO DE ACESSO A MONOGRAFIA DE DISSERTAÇÃO

Considerando a natureza das informações e compromissos assumidos com suas fontes, o acesso a monografia do Mestrado em Administração da Universidade Federal de Pernambuco é definido em três graus:

- “Grau 1”: livre (sem prejuízo das referências ordinárias em citações diretas e indiretas);
- “Grau 2”: com vedação a cópias, no todo ou em parte, sendo, em consequência, restrita a consulta em ambientes de biblioteca com saída controlada;
- “Grau 3”: apenas com autorização expressa do autor, por escrito, devendo, por isso, o texto, se confiado a bibliotecas que assegurem a restrição, ser mantido em local sob chave ou custódia;

A classificação desta monografia se encontra, abaixo, definida por seu autor.

Solicita-se aos depositários e usuários sua fiel observância, a fim de que se preservem as condições éticas e operacionais de pesquisa científica na área da administração.

Título da Monografia: **Governança Corporativa e Estratégia: Evidências de Associações e Implicações para o Desempenho Financeiro de Indústrias Brasileiras**

Nome do Autor: **Wesley Mendes da Silva**

Data da Aprovação: **30 de junho de 2003**

Classificação, conforme especificação acima:

Grau 1

Grau 2

Grau 3

Recife, 22 de outubro de 2003

Assinatura do autor

Universidade Federal de Pernambuco
Centro de Ciências Sociais Aplicadas
Programa de Pós-Graduação em Administração

Governança Corporativa e Estratégia: Evidências das Associações e Implicações para o Desempenho Financeiro de Indústrias Brasileiras

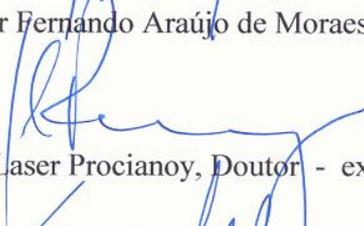
Wesley Mendes da Silva

Dissertação submetida ao corpo docente do Curso de Mestrado em Administração da Universidade Federal de Pernambuco e aprovada em 30 de junho de 2003.

Banca Examinadora:



Prof. Walter Fernando Araújo de Moraes, Ph.D. - orientador – UFPE



Prof. Jairo Laser Procianoy, Doutor - examinador externo – UFRGS



Prof. Sérgio Carvalho Benício de Mello, Ph.D. - examinador interno – UFPE

*Se avançar confiante na
direção de seus sonhos, o
homem terá sucesso que não espera
no dia-a-dia. Se você construir castelos no ar,
não perderá o seu trabalho. É aí que
eles devem estar. Apenas coloque alicerces sob eles.*

*Henry David
Ensaísta Americano (1817-1862)*

*Aos meus pais, Valdemar e Marta,
pela dedicação e exemplo de luta.
Dedico.*

Agradecimentos

Seria, pelo menos, ingenuidade de minha parte, se imaginasse que este trabalho é fruto unicamente de um esforço particular meu, é sim, vetor resultante de diversas forças postas em uma única direção e sentido, algumas das quais passo a citar.

Inicialmente, agradeço a Deus, pelas inúmeras oportunidades que me tem oferecido durante minha existência e, logo em seguida, aos meus pais, Valdemar e Marta, por terem-me servido de exemplo e estímulo em todas as fases de minha vida.

Aos meus irmãos Mércia e Marco, pelo estímulo, e à minha querida companheira Karina, que, com sua imensa paciência, sempre me socorreu nas horas em que necessitei de seu apoio.

Aos Professores, nos quais sempre busquei luz para prosseguir na labuta acadêmica, em especial aos Professores Walter Moraes, que, com o brilhantismo que lhe é inerente, aceitou orientar-me na realização da pesquisa que ora entrego (não que tenha acabado), Sérgio Benício, pela inspiração e exemplo de perseverança, e Jairo Laser Procianoy, pelas oportunas críticas, essenciais à conclusão desta investigação.

Aos amigos de sempre pelo companheirismo e paciência.

Ao Governo Federal que, por meio da CAPES, viabilizou, em regime de dedicação exclusiva, minhas atividades iniciais no Mestrado.

Aos colegas Professores, em particular, Florencio Absalão, pela confiança em mim depositada, Celso Perez, Luiz Alberto, Luiz Rodrigues, Hérrisson Dutra, Michelle Kovacs e Paulo Magalhães, pelo apoio no início de minha vida acadêmica e, particularmente, ao Doutor Paulo Glício, Chefe da Divisão de Planejamento Econômico Financeiro da CHESF e ao Doutorando Marcelo Lettieri, Auditor Fiscal da Receita Federal pelos comentários e críticas ao trabalho, os quais foram fundamentais para o desenvolvimento desta pesquisa.

Aos colegas da Turma Sete do PROPAD, a quem estímulo: avante colegas!

Ao Professor Falcão, por terem tornado mais legível o texto desta dissertação.

E, finalmente, a todos aqueles que, de alguma forma, participaram do *making of* deste trabalho e, que por limitação de espaço, não foram diretamente mencionados.

Resumo

A governança corporativa tem motivado pesquisas em várias áreas do conhecimento. Dentre elas, a de Finanças tem dedicado uma parcela substancial de trabalhos publicados recentemente. No âmbito nacional, ainda é tímida a literatura acerca dos reflexos que as práticas de governança corporativa podem trazer para o desempenho financeiro das empresas. Esta dissertação constitui-se em um estudo longitudinal que analisou, empiricamente, as implicações das práticas de governança corporativa e das estratégias de diversificação, no desempenho financeiro de um conjunto de 168 empresas industriais brasileiras, listadas na Bolsa de Valores de São Paulo, no período de 1999 a 2001. Utilizando cinco variáveis de desempenho financeiro, sete de governança corporativa, e duas de estratégia de diversificação, por meio de uma análise multivariada, pôde-se, a partir de evidências, chegar a conclusões que apontam a influência de algumas práticas de governança corporativa, assim como postura estratégica de diversificação, no desempenho financeiro das empresas estudadas. Não se identifica, porém, um modelo-padrão de relacionamento, estatisticamente significativo entre as variáveis. Constatou-se, ainda, que tais associações podem alterar-se de acordo com o tamanho das empresas. Considerando os achados, sugere-se que as boas práticas de governança corporativa, as quais são determinantes para as decisões estratégicas, figurem como alternativa para atingir desempenho superior por parte das empresas.

Abstract

The corporate governance has motivated research in some areas of the knowledge. Amongst them, the Financial area, which has dedicated a considerable amount of papers published recently. In the national scope, the literature concerning the results which the corporate governance can bring for the financial performance of the companies, is relatively discrete. The research consists of a longitudinal study which analyses the implications of practical corporate governance and the strategies of diversification, in the financial performance of a set of 168 Brazilian industrial companies, listed in the Stock exchange of São Paulo, from 1999 up to 2001. Using five variables of financial performance, seven of corporate governance, and two of diversification strategy, it could, by means of a multivariate analysis, to come up with conclusions that the influence of some practice of corporate governance, as well as strategic position of diversification, in the financial performance of the companies studied. Our conclusion is that, it did not exist a standard model of governance that influenced the performance of the companies, even existing significant relationship among the variables and it was evident that such associations may change according to the size of the companies. Considering the findings, we may suggest that good the practice of corporate governance, which is determined by strategic decisions, seems to be an alternative to reach superior performance in the part of the companies.

Relação de Tabelas

Tabela 2.1	Custos de manutenção de companhias abertas no Brasil (em R\$).....	42
Tabela 3.1	Freqüência das empresas participantes da pesquisa por setor da economia.....	96
Tabela 3.2	Estatísticas descritivas do tamanho das empresas estudadas (em milhares de Reais).....	98
Tabela 3.3	Distribuição de freqüência da classificação da origem do capital das empresas estudadas de 1999 a 2001.....	98
Tabela 4.1	Distribuição de freqüência do tamanho dos conselhos de administração por ano.....	104
Tabela 4.2	Estatísticas descritivas do tamanho dos conselhos de administração de 1999 a 2001.....	105
Tabela 4.3	Independência do presidente do conselho de administração de 1999 a 2001	106
Tabela 4.4	Estatísticas descritivas do grau de independência do conselho de administração das empresas estudadas (em %) de 1999 a 2001.....	107
Tabela 4.5	Percentis do grau de independência do conselho de administração das empresas estudadas (em %) de 1999 a 2001.....	107
Tabela 4.6	Estatísticas descritivas do <i>turnover</i> de diretores de 1999 a 2001.....	108
Tabela 4.7	Percentis do <i>turnover</i> de diretores entre 1999 e 2001 (em %).....	108
Tabela 4.8	Freqüência da participação dos diretores nos resultados da empresa de 1999 a 2001	109
Tabela 4.9	Estatísticas descritivas do percentual das ações ordinárias em poder do principal acionista de 1999 a 2001.....	110
Tabela 4.10	Percentis do percentual das ações ordinárias em poder do principal acionista	111
Tabela 4.11	Freqüência de empresas auditadas por uma das <i>big five</i> de 1999 a 2001	112
Tabela 4.12	Estatísticas descritivas da representatividade percentual do principal produto nas vendas realizadas pela empresa de 1999 a 2001.....	113
Tabela 4.13	Percentis da representatividade percentual do principal produto na receita líquida da empresa de 1999 a 2001.....	113
Tabela 4.14	Estatísticas descritivas da representatividade percentual do principal fornecedor nas compras realizadas pela empresa de 1999 a 2001.....	114
Tabela 4.15	Percentis das compras realizadas no principal fornecedor de 1999 a 2001.....	114
Tabela 4.16	Estatísticas descritivas da taxa de crescimento das vendas de 1999 a 2001.....	115
Tabela 4.17	Percentis da taxa de crescimento das vendas no período de 1999 a 2001	116

Tabela 4.18	Estatísticas descritivas do índice Q de Tobin de 1999 a 2001.....	116
Tabela 4.19	Percentis do índice Q de Tobin de 1999 a 2001.....	117
Tabela 4.20	Estatísticas descritivas da taxa de mudança no EBIT de 1999 a 2001..	117
Tabela 4.21	Percentis da taxa de mudança no EBIT de 1999 a 2001.....	117
Tabela 4.22	Estatísticas descritivas do retorno sobre o ativo total de 1999 a 2001	118
Tabela 4.23	Percentis do retorno sobre o ativo total no período de 1999 a 2001.....	118
Tabela 4.24	Estatísticas descritivas do retorno sobre o patrimônio líquido no período de 1999 a 2001	119
Tabela 4.25	Percentis do retorno sobre o patrimônio líquido no período de 1999 a 2001	119
Tabela 4.26	Matriz de correlações entre as variáveis de governança no ano 2001...	121
Tabela 4.27	Matriz de correlações entre as variáveis de governança e de estratégia no ano 2001.	124
Tabela 4.28	Matriz de correlações entre as variáveis de governança, de estratégia e de desempenho financeiro no ano 2001.....	126
Tabela 4.29	Resumo do modelo explicativo do crescimento das vendas em 2001...	127
Tabela 4.30	Coefficientes do modelo explicativo do crescimento das vendas em 2001	128
Tabela 4.31	Resumo do modelo explicativo para o índice Q de Tobin em 2001.....	128
Tabela 4.32	Coefficientes do modelo explicativo para o índice Q de Tobin em 2001.....	129
Tabela 4.33	Resumo do modelo explicativo para o crescimento das vendas para as empresas <i>menores</i> em 2001.....	130
Tabela 4.34	Coefficientes do modelo explicativo para o crescimento das vendas em 2001 para as empresas <i>menores</i>	131
Tabela 4.35	Resumo do modelo explicativo do crescimento das vendas para as empresas <i>intermediárias</i> em 2001.....	132
Tabela 4.36	Coefficientes do modelo explicativo do crescimento das vendas para as empresas <i>intermediárias</i> em 2001.....	133
Tabela 4.37	Resumo do modelo explicativo do índice Q de Tobin para as empresas <i>intermediárias</i> em 2001.....	133
Tabela 4.38	Coefficientes do modelo explicativo do índice Q de Tobin para as empresas <i>intermediárias</i> em 2001.....	134
Tabela 4.39	Resumo do modelo explicativo do retorno sobre o patrimônio líquido para as empresas <i>intermediárias</i> em 2001.....	134
Tabela 4.40	Coefficientes do modelo explicativo do retorno sobre o patrimônio líquido para as empresas <i>intermediárias</i> em 2001.....	135
Tabela 4.41	Resumo do modelo explicativo do índice Q de Tobin para as empresas <i>maiores</i> em 2001.....	135
Tabela 4.42	Coefficientes do modelo explicativo do índice Q de Tobin para as empresas <i>maiores</i> em 2001.....	136
Tabela 4.43	Matriz de correlações entre as variáveis de governança no ano 2000...	137
Tabela 4.44	Matriz de correlações entre as variáveis de governança e de estratégia de diversificação no ano 2000.....	139
Tabela 4.45	Matriz de correlações entre as variáveis de governança corporativa, de estratégia de diversificação e de desempenho financeiro no ano 2000.....	140
Tabela 4.46	Resumo do modelo explicativo do crescimento das vendas em 2000...	141

Tabela 4.47	Coeficientes do modelo explicativo do crescimento das vendas em 2000	141
Tabela 4.48	Resumo do modelo explicativo do índice Q de Tobin em 2000.....	142
Tabela 4.49	Coeficientes do modelo explicativo do índice Q de Tobin em 2000.....	143
Tabela 4.50	Resumo do modelo explicativo da mudança no EBIT em 2000.....	143
Tabela 4.51	Coeficientes do modelo explicativo da mudança no EBIT em 2000.....	143
Tabela 4.52	Resumo do modelo explicativo do índice Q de Tobin para as empresas <i>intermediárias</i> em 2000.....	144
Tabela 4.53	Coeficientes do modelo explicativo do índice Q de Tobin para as empresas <i>intermediárias</i> em 2000.....	145
Tabela 4.54	Resumo do modelo explicativo do crescimento das vendas para as empresas <i>maiores</i> em 2000.....	146
Tabela 4.55	Coeficientes do modelo explicativo do crescimento das vendas para as empresas <i>maiores</i> em 2000.....	146
Tabela 4.56	Resumo do modelo explicativo do índice Q de Tobin para as empresas <i>maiores</i> em 2000.....	146
Tabela 4.57	Coeficientes do modelo explicativo do índice Q de Tobin para as empresas <i>maiores</i> em 2000.....	147
Tabela 4.58	Resumo do modelo explicativo da mudança no EBIT para as empresas <i>maiores</i> em 2000.....	147
Tabela 4.59	Coeficientes do modelo explicativo da mudança no EBIT para as empresas <i>maiores</i> em 2000.....	147
Tabela 4.60	Matriz de correlações entre as variáveis de governança corporativa em 1999.....	149
Tabela 4.61	Matriz de correlações entre as variáveis de governança corporativa e de estratégia de diversificação em 1999.....	151
Tabela 4.62	Matriz de correlações entre as variáveis de governança corporativa, estratégia de diversificação e de desempenho financeiro em 1999.....	153
Tabela 4.63	Resumo do modelo explicativo do crescimento das vendas para 1999	155
Tabela 4.64	Coeficientes do modelo explicativo do crescimento das vendas em 1999.....	155
Tabela 4.65	Resumo do modelo explicativo do índice Q de Tobin em 1999.....	156
Tabela 4.66	Coeficientes do modelo explicativo do índice Q de Tobin em 1999.....	156
Tabela 4.67	Resumo do modelo explicativo do retorno sobre o ativo em 1999.....	157
Tabela 4.68	Coeficientes resumo do modelo explicativo do retorno sobre o ativo em 1999.....	157
Tabela 4.69	Resumo do modelo explicativo do crescimento das vendas para as empresas <i>intermediárias</i> em 1999.....	158
Tabela 4.70	Coeficientes do modelo explicativo do crescimento das vendas para as empresas <i>intermediárias</i> em 1999.....	159
Tabela 4.71	Resumo do modelo explicativo do índice Q de Tobin para as empresas <i>intermediárias</i> em 1999.....	159
Tabela 4.72	Coeficientes do modelo explicativo do índice Q de Tobin para as empresas <i>intermediárias</i> em 1999.....	159
Tabela 4.73	Resumo do modelo explicativo do Retorno sobre o Ativo para as empresas <i>intermediárias</i> em 1999.....	160
Tabela 4.74	Coeficientes do modelo explicativo do Retorno sobre o Ativo para as empresas <i>intermediárias</i> em 1999.....	160
Tabela 4.75	Resumo do modelo explicativo do crescimento das vendas para as empresas <i>maiores</i> em 1999.....	162

Tabela 4.76	Coeficientes do modelo explicativo do crescimento das vendas para as empresas <i>maiores</i> em 1999.....	162
Tabela 4.77	Resumo do modelo explicativo do índice Q de Tobin para as empresas <i>maiores</i> em 1999.....	163
Tabela 4.78	Coeficientes do modelo explicativo do índice Q de Tobin para as empresas <i>maiores</i> em 1999.....	163

Relação de Figuras, Gráficos e Quadros

Figura 2.1	Desconto no preço das ações por falta de governança corporativa.....	43
Figura 2.2	Exemplos de relações de agência.....	45
Figura 2.3	Organograma básico de uma Sociedade Anônima.....	48
Figura 2.4	Modelo de processo de administração estratégica.....	65
Figura 2.5	Processo de elaboração de estratégia para empresa diversificada.....	66
Figura 2.6	Relação curvilínea entre diversificação e desempenho.....	70
Figura 2.7	Modelo resumido da relação entre desempenho da firma e diversificação.....	73
Figura 3.1	Fluxograma de procedimentos gerais utilizados na pesquisa.....	78
Figura 3.2	Modelo geral da pesquisa.....	101
Gráfico 2.1	Evolução do número de empresas listadas na Bovespa entre 1970 e 2002.....	41
Gráfico 2.2	Desempenho dos índices IGC, Ibovespa e IBX de junho 2001 a abril 2003.....	44
Quadro 2.1	Os interessados nas empresas e as obrigações éticas corporativas.....	52
Quadro 2.2	Níveis e tipos de diversificação.....	67
Quadro 2.3	Motivos, incentivos e recursos para diversificação.....	69
Quadro 3.1	Procedimentos de preparação da base de dados.....	93
Quadro 3.2	Demonstrativo dos percentuais das observações válidas para as variáveis de desempenho excluídas como <i>Outliers</i>	95
Quadro 3.3	Descrição das variáveis empregadas nas análises.....	100
Quadro 4.1	Quadro resumo das correlações significativas entre as variáveis de governança corporativa e estratégia de diversificação com desempenho financeiro de 1999 a 2001.....	165
Quadro 4.2	Resumo das regressões de 1999 a 2001 sem o controle do tamanho das empresas.....	166
Quadro 4.3	Resumo das regressões de 1999 a 2001 para as empresas <i>menores</i>	168
Quadro 4.4	Resumo das regressões de 1999 a 2001 para as empresas <i>intermediárias</i>	169
Quadro 4.5	Resumo das regressões de 1999 a 2001 para as empresas <i>maiores</i>	170

Relação de Siglas e Abreviaturas

ABRASCA	.....	Associação Brasileira de Companhias Abertas
BACEN	.....	Banco Central do Brasil
BOVESPA	.....	Bolsa de Valores de São Paulo
CEO	.....	<i>Chief Executive Officer</i>
COMUT	.....	Sistema de Comutação de Bibliotecas
CVM	.....	Comissão de Valores Mobiliários
IAN	.....	Relatório de Informações Anuais
IBGC	.....	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
IBOVESPA	.....	Índice da Bolsa de Valores de São Paulo
IGC	.....	Índice de Governança Corporativa Diferenciada
PROPAD	.....	Programa de Pós Graduação em Administração
SPSS	.....	<i>Statistical Package for the Social Sciences</i>
UFPE	.....	Universidade Federal de Pernambuco

Sumário

1. Introdução	16
1.1 Objetivos.....	22
1.1.1 Objetivo principal.....	22
1.1.2 Objetivos secundários.....	22
1.2 Justificativa e relevância do estudo.....	23
1.3 Limitações do estudo.....	25
1.4 Definição de termos.....	27
2. Fundamentação teórica e conceitual	30
2.1 O desempenho das empresas.....	31
2.2 O desempenho e as práticas de governança.....	34
2.2.1 Sociedades por ações.....	34
2.2.2 O que é a governança corporativa.....	36
2.2.3 Aversão ao risco.....	42
2.2.4 O desempenho, a governança e a Teoria da Agência.....	45
2.2.5 O desempenho da empresa e a alta administração.....	51
2.2.6 O desempenho e a estrutura de propriedade.....	58
2.2.7 Tipologia de controle societário.....	61
2.3 Desempenho e estratégia empresarial.....	63
2.3.1 O desempenho e a estratégia de diversificação.....	65
2.3.1.1 Os níveis de diversificação.....	68
2.3.1.2 Por que diversificar.....	68
2.4 A diversificação e a governança.....	71
3. Metodologia	75
3.1 Método de abordagem.....	75
3.2 Delineamento da pesquisa.....	76
3.2.1 Etapas da dissertação.....	77
3.3 Definição teórica e operacional das variáveis envolvidas no estudo.....	78
3.3.1 Governança corporativa.....	79
3.3.2 Estratégia de diversificação.....	81
3.3.3 Desempenho financeiro.....	83
3.4 Coleta de dados.....	90
3.4.1 Meio de coleta de dados.....	91
3.4.2 Preparação da base de dados.....	92
3.4.2.1 Verificação de <i>outliers</i> e distribuição normal dos dados.....	93
3.5 Delimitação do universo.....	95
3.6 Tratamento estatístico.....	99

4. Resultados empíricos	102
4.1 Análise descritiva.....	104
4.1.1 Sobre as estruturas de governança das empresas.....	104
4.1.1.1 A alta administração.....	104
4.1.1.2 A concentração de poder de voto.....	110
4.1.2 Sobre as estratégias de diversificação.....	112
4.1.3 Análise descritiva do desempenho financeiro das empresas.....	115
4.2 Discussão dos resultados de 2001.....	120
4.2.1 Matrizes de correlações em 2001.....	120
4.2.2 Análise de regressão múltipla para 2001.....	127
4.2.3 A influência do tamanho da empresa nas associações entre as variáveis em 2001.....	129
4.2.3.1 Análise de regressão para as empresas <i>menores</i> em 2001.....	130
4.2.3.2 Análise de regressão para as empresas <i>intermediárias</i> em 2001.....	132
4.2.3.3 Análise de regressão para as empresas <i>maiores</i> em 2001.....	135
4.3 Discussão dos resultados de 2000.....	136
4.3.1 Matrizes de correlações em 2000.....	136
4.3.2 Análise de regressão múltipla para 2000.....	141
4.3.3 A influência do tamanho da empresa nas associações entre as variáveis em 2000.....	144
4.3.3.1 Análise de regressão para as empresas <i>intermediárias</i> em 2000.....	144
4.3.3.2 Análise de regressão para as empresas <i>maiores</i> em 2000.....	145
4.4 Discussão dos resultados de 1999.....	148
4.4.1 Matrizes de correlações em 1999.....	148
4.4.2 Análise de regressão múltipla para 1999.....	154
4.4.3 A influência do tamanho da empresa nas associações entre as variáveis em 1999.....	157
4.4.3.1 Análise de regressão para as empresas <i>intermediárias</i> em 1999.....	158
4.4.3.2 Análise de regressão para as empresas <i>maiores</i> em 1999.....	166
4.5 Resumos dos resultados da pesquisa.....	164
4.5.1 Resumo da análise bivariada.....	164
4.5.2 Resumo da análise multivariada.....	166
4.5.2.1 Resumo da análise multivariada sob o controle do tamanho das empresas.....	168
5. Conclusões	171
5.1 Sugestões para pesquisas futuras.....	174
6. Referências	175
7. Apêndice	186
Relação das Empresas Estudadas.....	186
8. Anexos	192
OFÍCIO/CVM/SOI/GOI-1/Nº 0461/2002.....	192
Quadro 05 do Grupo 01 do IAN/CVM.....	193
Quadro 01 do Grupo 02 do IAN/CVM.....	194
Quadro 01 do Grupo 07 do IAN/CVM.....	195
Quadro 01 do Grupo 10 do IAN/CVM.....	196
Quadro 02 do Grupo 10 do IAN/CVM.....	197

1

Introdução

O cenário da economia mundial, cada vez mais integrada, exige uma nova atitude das empresas. Enquanto o Brasil redefine sua atuação de um Estado Produtor para um Estado Regulador, privatizando boa parte das empresas estatais, as fontes de financiamento provenientes do Estado, outrora empregadas pelas empresas brasileiras, estão a cada dia mais escassas. O alto custo de captação de recursos, aliado à falta de poupança interna no país e a uma legislação ineficiente, influenciam fortemente a composição do atual panorama do ambiente empresarial.

As altas taxas de juros praticadas no mercado brasileiro, os altos custos de manutenção da companhia aberta, o maior grau de transparência exigido pela lei e, sobretudo, a falta de uma cultura do uso do mercado de capitais dificultam o desenvolvimento das bolsas de valores e do próprio país. Em decorrência, o número de empresas brasileiras com ações negociadas em bolsas nacionais vem diminuindo constantemente. Apesar disso, o mercado de capitais surge como uma alternativa para suprir as deficiências de financiamento, crescimento e de criação de valor para as empresas.

Por outro lado, as utilidades do mercado de capitais como modalidade de financiamento, por vezes, não são plenamente consideradas.

A valorização da empresa por sua maior transparência¹ e, principalmente, maior facilidade de financiamento, com menores custos, por meio de emissão de novas ações e debêntures, são vantagens que não têm sido consideradas por uma parcela significativa dos empresários brasileiros. A importância do papel atribuído à legislação e à proteção ao investidor institucional para o desenvolvimento da economia de um país tem sido ressaltada por autores contemporâneos, destacando-se La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer & Vishny (1998, 2000a e 2000b).

Atualmente, a comunidade de negócios, em geral, e a comunidade financeira em particular, estão desenvolvendo e impondo padrões éticos. O objetivo principal desses padrões é motivar as empresas e os participantes do mercado a aderir às práticas previstas em leis e regulamentações que dizem respeito aos negócios e às práticas profissionais.

A percepção do risco da empresa é afetada pelo grau de transparência com o qual suas informações chegam ao mercado, conseqüentemente as corporações que fazem uso dessa atitude conseguem maiores níveis de demanda por seus papéis no mercado de capitais, fazendo com que o valor de mercado da empresa seja maximizado. Os relatórios da administração, como instrumentos de comunicação entre os administradores e os investidores, certamente ainda deverão passar por alterações para bem cumprir sua finalidade precípua. Dessa forma, a principal deficiência dos relatórios seria a falta de transparência. Falcão (1995, p. 23), a partir de uma comparação de 48 relatórios de

¹ Na época atual, as empresas enfrentam uma forte crise de desconfiança. A ética no tratamento com os investidores, credores e outros *stakeholders* tem recebido preocupação por parte da academia e do mercado. O mundo tem testemunhado acontecimentos que contribuíram fortemente para o agravamento da dúvida em relação à credibilidade das empresas. No mês de junho de 2002, uma grande empresa americana do setor de telecomunicações provocou um grande abalo no mercado financeiro, com repercussões de alcance internacional “A economia mundial foi atingida por um hecatombe de proporções ainda não definidas, na semana passada. Uma **fraude contábil**, singela mas de dimensões bilionárias, colocou uma das maiores empresas de telefonia do mundo, a WorldCom, na ante-sala da UTI financeira. Em comunicado à SEC, órgão regulador do mercado de capitais americano, na terça-feira 25, a companhia admitiu que os balanços de 2001 e do primeiro trimestre de 2002 sofreram uma falcatura de US\$ 3,9 bilhões – uma dinheirama que deveria ser colocada na coluna de despesas, mas foi contabilizada descaradamente no capítulo de investimentos. Como num passe de mágica, **um eventual prejuízo transformou-se em um estupendo lucro** de US\$ 1,5 bilhão em 2001.” (CASTANHEIRA & ATTUCH, 2002, p. 48-51, grifo meu).

administração publicados com as orientações da CVM, constatou que os aspectos culturais brasileiros não atribuem a devida atenção à proteção ao ambiente.

Um programa efetivo de ética pode aumentar o valor da empresa e ainda produzir benefícios tais como: redução de litígios em potencial e custos jurídicos; manutenção de uma imagem positiva da sociedade anônima; aumento da confiança dos acionistas na administração das empresas; assim como obtenção da lealdade, comprometimento e respeito dos *stakeholders*. Tais ações podem manter e/ou aumentar o fluxo de caixa e ainda reduzir o risco percebido associado à empresa, como resultado de uma maior confiança do investidor. Assim, podem afetar positivamente o desempenho financeiro da empresa. Partindo dessa idéia, então, o comportamento ético pode ser visto como algo necessário para se conseguir chegar à meta da empresa de maximização da riqueza dos proprietários.

A meta do administrador financeiro deve ser, portanto, a de maximizar a riqueza dos proprietários da empresa. A alta administração pode ser vista como um agente dos proprietários que a contrataram e deram-lhe a autoridade de tomada de decisões para administrar a empresa. Na teoria, a maioria dos administradores financeiros concordaria com a meta de maximização da riqueza do proprietário. Porém, na prática, os administradores estão também preocupados com sua riqueza pessoal, estabilidade no emprego, assim como com os supérfluos custeados pela empresa. Tais preocupações podem tornar os administradores relutantes ou sem vontade de correr mais do que um risco moderado, se eles percebem que isso pode resultar na perda de seu emprego e causar prejuízo à sua riqueza pessoal. As conseqüências dessa situação são o rendimento profissional abaixo de seu potencial, assim como a perda significativa de riqueza por parte de seus proprietários.

Com a intenção de minimizar os efeitos do conflito entre a propriedade e as metas pessoais dos administradores, empreendem-se ações que visam administrar os chamados *problemas de agência* – a probabilidade de que administradores possam colocar metas pessoais à frente das metas da sociedade anônima. De maneira geral, dois fatores servem para prevenir ou minimizar problemas de agência, as *forças do mercado* e os *custos de agência*.

Para minimizar os problemas de agência, conseqüentemente, contribuindo para aumentar o valor da empresa, os acionistas incorrem em custos de agência, os quais são basicamente custos de monitoramento do comportamento da administração, assim como os incentivos para que os administradores trabalhem tendo como objetivo a manutenção e o crescimento da riqueza da empresa.

O uso de incentivos pode motivar os administradores a desenvolverem suas atividades profissionais de forma coerente com a maximização do valor das ações das empresas. Pacotes de remuneração bem estruturados permitem às empresas contratarem os melhores administradores possíveis. Por outro lado, é indispensável ressaltar que, por vezes, um executivo por ter sua remuneração vinculada aos resultados apresentados pela empresa, pode inflar receitas e alavancar resultados, transformando prejuízo em lucro, maximizando o valor das ações das empresas, que podem ser a fonte de sua riqueza pessoal. Uma alternativa para minimizar esse problema seria não vincular a remuneração dos executivos unicamente aos lucros, envolvendo indicadores como produtividade e participação de mercado. Isso restringe os ganhos, mas proporciona uma remuneração baseada em situações mais consistentes (KÊNIA, 2002, p. 68).

Regras de transparência mais rígidas e maior proteção aos acionistas minoritários baseadas nos princípios de governança corporativa podem ser vistas como impulsionadoras do mercado de capitais. Experiências internacionais têm mostrado a

relevância da proteção ao pequeno investidor para a manutenção do nível de atividade do mercado de capitais².

A habilidade das firmas para atrair investimentos, assim como o potencial de crescimento, é limitada na medida em que o controle da empresa pode ser efetivamente separado da propriedade, sem que haja aumento significativo do risco de expropriação do acionista minoritário por parte da administração. Um sistema eficiente de proteção ao investidor reduz o risco de expropriação, por conseguinte, proporciona maior separação entre propriedade e controle, e maximiza o crescimento da firma.

A literatura existente acerca da mensuração da efetividade de um sistema de governança corporativa indica duas abordagens. A primeira proposta verifica até que ponto o *turnover* de altos executivos aumenta tal e qual o declínio do desempenho financeiro de uma firma (KAPLAN, 1994; COFFEE, 1999; VOLPIN, 2002); a segunda examina o valor da firma em relação ao seu segmento de operação (MORCK, SHLEIFER & VISHNY, 1988 e McCONNELL & SERVAES, 1990). Por outro lado, estudos mostram que os executivos podem estar em altos níveis de remuneração quando a estrutura de governança é pouco efetiva, aliado a grandes problemas de agência (COUGHLAN & SCHMIDT, 1985; CORE, HOLTHAUSEN & LARCKER, 1999).

Alguns estudos focados no desempenho financeiro das empresas como função das estruturas de governança também têm considerado a estratégia de diversificação das empresas. Os trabalhos de Zhao & Luo (2002, p. 27-48) e de Mitton (2002, p. 215-241) são exemplos desse tipo de abordagem, a qual será utilizada nesta pesquisa. Diversificação pode ser vista como o resultado das decisões da administração, as quais são fundamentais para o futuro da empresa, e, ainda, como causa de problemas de coordenação,

² As principais ferramentas empregadas para trazer maior liquidez ao mercado são: maior transparência do ambiente e igualdade de direitos entre os acionistas investidores, sejam majoritários ou minoritários (aqui entendido minoritário como aquele acionista detentor de uma parcela inferior a 5% do capital votante).

planejamento e controle nos altos níveis administrativos, em outras palavras, como estratégia.

Partindo do raciocínio de que as estruturas de governança são responsáveis pela qualidade da administração das empresas, não seria incorreto imaginar que as decisões da administração são consequência da qualidade das práticas de governança, isto é, quanto melhores forem as estruturas de governança, melhores serão as decisões tomadas pela administração. Ainda nessa linha de pensamento, os posicionamentos estratégicos, sendo resultado das decisões da administração, também podem ser entendidos como resultado da competência dos executivos e, tanto as estruturas de governança, como os posicionamentos estratégicos serão decisivos para o nível de desempenho financeiro das empresas, já que o objetivo principal da administração, *a priori*, é maximizar resultados.

Isto posto, de forma a conhecer e melhor entender o relacionamento entre o desempenho financeiro e as práticas de governança corporativa atuais no Brasil, bem como as estratégias de diversificação utilizadas por tais empresas, a pergunta básica que orienta este trabalho é: **quais as relações, isoladas e concomitantes, entre governança, estratégia e o desempenho financeiro das empresas brasileiras?**

No transcurso deste capítulo serão apresentados os objetivos da pesquisa (Principal e Secundários), a justificativa e relevância do estudo e, finalmente, as limitações inerentes ao trabalho desenvolvido.

Além da introdução, que constitui o primeiro capítulo, esta dissertação apresenta mais quatro capítulos. No capítulo dois, é apresentada a fundamentação teórica e conceitual utilizada no desenvolvimento da dissertação. É desenvolvida a revisão da literatura sobre o desempenho das empresas, a governança corporativa e, ainda a estratégia de diversificação. Aspectos como separação entre propriedade e controle corporativos, a relação entre a Teoria da Agência e a governança corporativa, a importância da governança

para a atividade do mercado de capitais nacional e, por fim, a relação das práticas de governança e o desempenho financeiro das empresas, também se encontram nesse capítulo. No terceiro capítulo, expõe-se a metodologia empregada na pesquisa. Em seguida, no capítulo quatro, é realizada a análise dos resultados obtidos. Finalmente, no quinto capítulo são apresentadas as conclusões acerca dos achados desta investigação.

1.1 Objetivos

1.1.1 Objetivo principal

Tomando por base a pergunta de pesquisa formulada, o objetivo principal desta investigação foi: analisar o relacionamento entre as práticas de governança, a estratégia e o desempenho financeiro de empresas do segmento industrial de capital aberto listadas na Bolsa de Valores do Estado de São Paulo, a Bovespa.

1.1.2 Objetivos secundários

- Comparar os resultados dos principais indicadores do desempenho financeiro de um conjunto de empresas selecionadas, tendo como âmbito a Bovespa.
- Avaliar práticas de governança corporativa das empresas manufatureiras listadas na Bovespa.

- Verificar a existência de associações significativas entre práticas de governança e estratégia de diversificação com desempenho financeiro.

1.2 Justificativa e relevância do estudo

O tema abordado por este trabalho possui notada relevância na medida em que contribui para o melhor entendimento das interações entre o desempenho financeiro alcançado pelas empresas com suas práticas de governança corporativa e seu posicionamento estratégico. É possível destacar que o assunto aqui estudado possui íntima ligação com diversos campos do conhecimento, como Contabilidade, Direito e Economia, o que atribui real importância à sua investigação.

No Brasil, ainda são poucos os trabalhos científicos realizados envolvendo governança e desempenho financeiro, dentre esses se pode citar o de Srour (2002) e o de Silveira (2002). Governança corporativa, no Brasil, ainda é um termo novo, com menos de uma década de existência (LODI, 2000, p. 5). Por outro lado, surge como um novo modelo de comportamento das empresas que pretendem exibir desempenho superior, por meio de ações estratégicas das corporações, sejam elas públicas ou privadas.

Do ponto de vista das implicações gerenciais, diante da hostilidade do ambiente econômico, ao qual estão submetidas as empresas, podem existir algumas contribuições de ordem prática, tendo em vista que uma das faces da governança corporativa é a de um mecanismo para captação de recursos a custos sensivelmente mais baixos, via mercado de capitais. Embora o Brasil se encontre desenvolvendo essa atividade, a captação de recursos por parte das empresas brasileiras tem-se tornado

consideravelmente onerosa. Assim constituindo-se em ferramenta de criação de valor para as empresas e, por extensão, para os acionistas.

Um dos motivos do mérito da investigação das práticas de governança corporativa é a importância dessas práticas para o desenvolvimento do mercado de capitais nacional³. Um dos reflexos do crescente interesse pelo tema é o Novo Mercado criado pela Bovespa, que iniciou suas atividades em junho de 2001. Espera-se que o mercado de capitais nacional maximize o volume de negociações realizadas diariamente, em decorrência do aumento da confiança depositada no mercado brasileiro. Então, para os investidores, a principal importância do tema aqui proposto é a de que a transparência preconizada pelas boas práticas de governança corporativa pode contribuir para o processo de escolha de alternativas de investimento, devido ao acesso a informações relativas às corporações ofertantes de papéis.

A contribuição para a academia é indubitável, uma vez que esta investigação procura colaborar para o entendimento das interações entre variáveis que influenciam diretamente no desempenho financeiro das empresas. Se a literatura existente não é rica, no âmbito nacional, pode-se, com este estudo, oferecer uma visão mais detalhada dos impactos ocasionados pelas práticas de governança e pelo posicionamento estratégico no desempenho financeiro das empresas.

Na medida em que o Brasil atravessa um momento de reação contra a diminuição substancial dos negócios realizados na Bolsa de Valores do Estado de São Paulo (Bovespa), onde é realizada a grande maioria das transações do mercado de capitais

³ A Bovespa, por meio da elaboração de um Plano Diretor do Mercado de Capitais, o qual possuía edição mais recente datada de 05 de maio de 2002 até a conclusão desta dissertação, defende um mercado de capitais eficiente, sob a justificativa principal de que esse constitui condição necessária para a retomada e sustentação do crescimento da economia brasileira e de sua competitividade internacional. Nesse mesmo documento, são elencados diversos motivos para a expectativa de crescimento do mercado de capitais nacional, tais como o acesso a condições adequadas de financiamento e o nível de atividade do mercado de capitais como ativador do crescimento econômico e da competitividade internacional. Com esses argumentos, a Bovespa deixa clara sua posição de que a operação eficiente do mercado de capitais é condição necessária para a retomada do crescimento e a competitividade internacional da economia brasileira.

nacional, o interesse do Governo na maximização do nível de atividade no mercado de capitais não deve ser pequeno, visto que é por meio do crescimento do desempenho das empresas que a economia nacional tem sustentação⁴.

Em síntese, o presente trabalho visa contribuir para a discussão sobre governança corporativa, apresentando pesquisas que representam o estado da arte sobre o tema e suas implicações para o desempenho financeiro das empresas, tendo em vista a crescente importância do tema nos meios acadêmico e gerencial brasileiros e, ainda, a pequena quantidade de estudos dotados de rigor acadêmico acerca do tema. Finalmente, o caráter inédito da abordagem aqui empregada contribuirá para o melhor entendimento do modelo de administração vigente no Brasil, no que se refere à governança, estratégia e seu conseqüente desempenho financeiro.

1.3 Limitações do estudo

Para Richardson (1999, p. 15), uma pesquisa, por si mesma, já carrega consigo sua própria limitação. Possivelmente, talvez não exista e tampouco existirá pesquisa perfeita. A própria escolha do método contribui para formar o conjunto de aspectos que dificultam a realização da pesquisa (VIEGAS, 1999, p. 159).

Na ótica de Cooper & Schindler (2003, p. 487), freqüentemente se tratam as limitações da pesquisa de forma ambivalente. Por vezes, chega-se a omitir esse tópico nos relatórios de pesquisa, na intenção de maximizar o impacto dos resultados advindos de um

⁴ Os estudos de King & Levine (1993) e Levine & Zervos (1998) mostram que os níveis de desenvolvimento de intermediários financeiros e do mercado acionário afetam a taxa de crescimento dos países. Segundo Carvalho (2002, p. 20), trabalhos como esses vêm moldando a percepção dos governos, sendo exemplo o pronunciamento do Presidente do *Federal Reserve* (FED), banco central norte-americano, que atribuiu o desempenho do sistema financeiro norte-americano às altas taxas de crescimento registradas nos anos 90.

estudo. Para os autores, essa atitude não é profissional, e provavelmente antiética. Desse modo, algumas limitações deste estudo podem ser relacionadas. Entre elas:

- o conjunto de empresas estudadas foi composto exclusivamente de empresas manufatureiras, de capital aberto, com ações negociadas em bolsa de valores. Isso pode fazer com que as constatações referentes às associações entre práticas de governança, estratégia de diversificação e desempenho financeiro não sejam generalizáveis para todo o contexto empresarial brasileiro, cuja complexidade e especificidade o diferencia das empresas aqui consideradas;
- mesmo a avaliação realizada consistindo em um *cross section* múltiplo, o período analisado é de somente 3 (três) anos, podendo compreender especificidades políticas e macro econômicas, de ordem sistêmica;
- foi analisado exclusivamente o desempenho financeiro das empresas. Além disso, as variáveis de desempenho utilizadas podem carregar algumas limitações;
- algumas das variáveis de governança corporativa foram obtidas por meio de *proxys*, o que evidentemente pode ocasionar vieses nos achados da pesquisa;
- a validade das conclusões advindas da realização deste estudo está necessariamente subordinada à qualidade e à disponibilidade das informações que empresas repassaram ao mercado, por meio da Comissão de Valores Mobiliários.

Seria interessante realizar os testes sob o controle de setores, porém a considerável quantidade de segmentos de atividade industrial ocasionaria um fracionamento demasiado do conjunto de empresas, o que poderia comprometer a consistência dos resultados obtidos. Em todo caso, alguma homogeneidade pode ser observada, já que a pesquisa desenvolveu-se com base em dados de firmas de 14 segmentos industriais da economia brasileira.

1.4 Definição de termos

Diante da diversidade de interpretações acerca do tema relacionado às práticas de governança corporativa, tendo surgido, nessa situação, espaço para várias conotações diferentes para diversas pessoas e contextos, definem-se aqui os termos utilizados nesta pesquisa e como tal devem ser entendidos.

- **Accountability** – a responsabilidade de prestar contas, conforme prescrevem os Artigos 133 e 176, e seus parágrafos, na Lei 6.404/76;
- **Ativo financeiro:** é aqui expresso no sentido contábil; é a parte do ativo que reúne as contas que expressam valores numerários e de créditos.
- **Controle:** considerado aquele em que o acionista detentor de ações em quantidade suficiente domina direta ou indiretamente as atividades da companhia controlada.
- **Controle interno:** é o controle cujo titular atua no interior da própria sociedade. Sua legitimidade e intensidade dependeriam, em última análise, do número de ações ou votos de que se é titular, proporcionalmente à totalidade dos sufrágios possíveis (COMPARATO, 1977, p. 33)
- **Controle minoritário:** é o controle fundado em número de ações inferior à metade do capital votante; é o que os autores norte-americanos denominam *working control* (Berle & Means, apud Comparato, 1977, p. 44).
- **Debêntures:** para Gitman & Madura (2003, p. 658), consistem em títulos de dívida sem garantia que somente empresas com crédito podem emitir. A ABRASCA define debêntures como valores mobiliários representativos de dívida de médio e longo prazo, que asseguram a seus detentores (debenturistas) direito de crédito contra a companhia emissora.
- **Direito sobre os votos:** a propriedade de ações com direito a voto.

- **Direitos sobre os fluxos de caixa:** a propriedade de ações com ou sem direito a voto
- **Disclosure:** está ligado aos objetivos da contabilidade, ao garantir informações diferenciadas para os vários tipos de usuários (IUDÍCIBUS, 1998, p. 110). Pode ser entendido também como destaques ou esclarecimentos sobre as demonstrações financeiras e também sob a forma de notas explicativas.
- **Governança:** é o sistema de processos e estruturas para dirigir, controlar e prestar contas do negócio ao mais alto nível da empresa. Dirigir, nesse contexto, significa envolvimento na tomada de decisões estratégicas, enquanto controlar quer dizer supervisionar o desempenho dos administradores e acompanhar a realização dos objetivos estratégicos. Por sua vez, prestar contas é a responsabilidade de manter devidamente informados os grupos e indivíduos que têm interesse legítimo nas atividades da empresa, os acionistas e outros *stakeholders* (LODI, 2000, p. 12).
- **Governança Corporativa:** para o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC (2001), são as práticas e os relacionamentos entre os acionistas/cotistas, conselho de administração, diretoria, auditoria independente e o conselho fiscal, com a finalidade de otimizar o desempenho da empresa e facilitar o acesso ao capital. É comum, em literaturas da área jurídica, encontrar-se o termo *Governo das Empresas*.
- **Mercado de capitais:** é o conjunto de todas as oportunidades ou combinações entre riscos e taxa de retorno, que podem ser aproveitadas por investidores institucionais e individuais, para que maximizem sua satisfação total na distribuição de seus respectivos poderes de consumo em datas diferentes.
- **Problemas de Agência:** aparecem quando o bem-estar de uma parte (denominada principal) depende das decisões tomadas por outra (denominada agente). Embora o

agente deva tomar decisões em benefício do principal, muitas vezes ocorrem situações em que os interesses dos dois são conflitantes, dando margem a um comportamento oportunista por parte do agente (CARVALHO, 2002, p. 19).

- **Proteção legal:** refere-se ao conjunto de normas, cuja principal função é assegurar a todos os acionistas da mesma categoria tratamento equitativo, nas relações da entidade, quer seja com relação à distribuição de dividendos, quer seja na transferência onerosa de controle acionário, ou no exercício do direito de acesso às informações relativas aos atos dos administradores (SIFERT FILHO, 1998).
- **Sociedade de capital aberto:** Segundo a Lei 6.404, de 15.12.76 (Lei das S.A.) Companhia Aberta é aquela que tem seus valores mobiliários (ações ou debêntures) admitidos à negociação em Bolsa de Valores ou no mercado de Balcão. Diz ainda mais a Lei, que a companhia deve ser registrada na CVM para poder ter seus valores mobiliários negociados no mercado (Bolsa ou Balcão).
- **Transparência:** refere-se ao nível de comunicação da diretoria com o mercado financeiro e os acionistas minoritários, considerando aquelas informações que possibilitem a realização de novos investimentos.

2

Fundamentação teórica e conceitual

Neste trabalho de pesquisa científica, é usada como variável dependente o desempenho financeiro das empresas (*D*), entendendo que esta é função das variáveis: práticas de governança (*GC*) e posicionamento estratégico (*E*).

$$D = f(GC, E) \quad [1]$$

Dessa forma, serão apresentados os principais trabalhos, já realizados acerca do tema ora proposto, isto é, o acervo de teorias sobre as quais se apóia esta dissertação. Aqui são examinados os trabalhos mais recentes e gerais, indo em direção aos mais antigos e particulares. As obras mais recentes geralmente retomam as contribuições significativas do passado, dispensando, assim, uma volta a textos superados. Observa-se, porém, que trabalhos clássicos dificilmente perdem seu valor de atualidade (SEVERINO, 2000, p. 79).

A base teórica utilizada para a definição das variáveis empregadas nesta pesquisa inclui fundamentalmente os trabalhos de Barker (1995), Perin & Sampaio (1999) e Miranda & Azevedo (2000) – para o desempenho das empresas; Jensen & Meckling (1976), Demsetz & Lehn (1985), Thomsen & Pedersen (1997), Core, Holthausen & Larcker (1999), Bhagat & Black (2002) e Volpin (2002) – para as práticas de governança corporativa; e Rumelt (1974), Steiner (1996), Thompson Jr & Strickland III (2000), Rogers (2001) e Hitt et al. (2002) – para estratégia.

2.1 O desempenho das empresas

Diante da necessidade de maior completude e transparência das informações que as empresas disponibilizam para o mercado, tem-se a dificuldade de adotar um procedimento eficaz de mensuração do valor das empresas. Um exemplo disso é a busca de ferramentas financeiras que auxiliem o processo decisório em fusões ou aquisições de empresas, o que vem ocorrendo com certa frequência nos âmbitos mundial e nacional (BRAGA & MARQUES, 2000, p. 13-26)¹. Desempenho constituiu-se na variável dependente desta dissertação. Objetivou-se entender como essa variável mostra-se associada às demais consideradas neste trabalho.

Não é pequeno o debate, nos meios acadêmico e não-acadêmico, sobre a validade de medidas de desempenho, ou seja, a busca por indicadores de desempenho válidos, que retratem com fidelidade a realidade da empresa é uma constante. Nessa ótica, as duas principais vertentes para tal missão podem ser entendidas a partir da perspectiva da eficiência empresarial (BREDRUP, 1995, p. 77) e dos aspectos financeiros (MACEDO-SOARES & RATTON, 1999, p. 53).

Para Harbour (1997, p. 7), “indicador de desempenho é uma medida comparativa usada para responder à questão ‘*como nós estamos indo?*’ para um aspecto específico”. Definição semelhante para desempenho foi sugerida por Padovese (1996), o qual entende que o indicador de desempenho é um número que ajuda no processo de clarificação do entendimento da situação da empresa e objetiva detectar situações, verificar a tendência dos acontecimentos e dar subsídios para que a administração da empresa realce os esforços corretivos nas direções necessárias.

Basicamente, existem dois tipos de indicadores: os absolutos e os relativos ou índices. Os absolutos compreendem medidas financeiras e não-financeiras. O lucro é um

¹ Esse trabalho examina a efetividade de alguns indicadores de desempenho financeiro.

exemplo de indicador financeiro absoluto, enquanto que o volume de vendas é um indicador não-financeiro absoluto. Por outro lado, os indicadores relativos, ou índices, são o resultado da comparação de duas medidas (MIRANDA & AZEVEDO, 2000, p. 4).

Em uma pesquisa que envolveu empresas situadas no Brasil e em Portugal, Miranda & Azevedo (2000), objetivando comparar a utilização de indicadores de desempenho gerencial por parte de empresas nesses dois países, encontraram evidências empíricas de que, indiscutivelmente, os indicadores de medição de performance gerencial mais utilizados pelas empresas brasileiras e portuguesas são os financeiros. É importante registrar que efervescentes discussões são travadas em torno das limitações do emprego de medidas de desempenho que levem em consideração unicamente as dimensões financeiras, assim como argumenta Iudícibus (1998, p. 65-109). A análise financeira é carregada de limitações da própria natureza essencialmente financeira.

Barker (1995, p. 31-39) lembra que as medidas puramente financeiras são adequadas quando a concorrência internacional não é considerável e quando a velocidade da mudança ou introdução de produtos é lenta. Outras limitações ainda são destacadas por Ghalayni & Noble (1996, p. 63-80), para quem as medidas de caráter unicamente financeiro-contabilístico apresentam também falta de flexibilidade, elevado custo, inadequação face ao novo ambiente competitivo, rápida desatualização e dificuldades de quantificação dos melhoramentos em termos monetários (satisfação do cliente, qualidade do produto, etc.).

A ênfase na utilização das medidas financeiras não deixa de ser justificável, pois, em última análise, são elas que orientam os investimentos e decisões estratégicas, sendo então o principal parâmetro de julgamento do desempenho empresarial por parte dos *stakeholders* (KAPLAN & NORTON, 1997, p. 26). Porém, Marques (2000, p. 14) chama a atenção para que a avaliação de desempenho empresarial seja complementada por

medidas que extrapolem a perspectiva financeira, uma vez que os clientes não estão dispostos a apenas pagar preços baixos, demandando outros atributos, como qualidade, capacidade de resposta e pontualidade.

Perin & Sampaio (1999, p. 9-11), a partir dos trabalhos de Dess & Robinson (1984) e Venkatraman & Ramanujam (1987), que tratam da relação entre medidas subjetivas e objetivas de desempenho, concluíram que é possível utilizar medidas subjetivas de desempenho, como taxa de crescimento de vendas e lucratividade.

Uma alternativa às medidas de desempenho unicamente financeiras é o *Balance Scorecard* proposto por Kaplan & Norton (1992)². Um estudo realizado com empresas americanas, pela *Ernest & Young Centers for Business Innovation* (FISCHMANN & ZILBER, 1998, p. 3-4) concluiu que a maioria das decisões dos investidores é apoiada em informações de desempenho não-financeiro, contrariando as conclusões do estudo de Miranda & Azevedo (2000).

O *Balanced Scorecard* é construído por cada empresa, para adequá-lo à natureza do seu negócio e à sua estratégia corporativa. Assim, Kaplan & Norton (1992) sugerem que o balanço seja adaptado sob diferentes perspectivas: clientes e mercado, acompanhar a atuação da empresa no mercado, engloba indicadores de satisfação de clientes, rentabilidade dos clientes, imagem e reputação e participação de mercado; processos internos e operações, monitorar aspetos críticos da empresa, apresentam indicadores de desenvolvimento de novos produtos e processos, operação, serviços pós-venda; aprendizado e crescimento, acompanhar inovações e melhorias de processos e

² Segundo Kaplan & Norton (1992), o *Balanced Scorecard* permite medir o desempenho global de toda a empresa. Para esses autores medidas contábeis de desempenho de lucro, análises de balanço e outros índices eram apropriados para a Idade Industrial, mas não para a Idade da Informação. Defendem ainda que os tradicionais sistemas de avaliação têm um viés de controle, enquanto o *Balanced Scorecard* coloca a estratégia e a visão no centro da atenção (FISCHMANN & ZILBER, 1998, p. 4). Para tanto, os indicadores vêm de cima para baixo, orientados pela missão e estratégia de negócio.

produtos, envolve pessoas e a organização, desenvolvimento de competências da equipe, infraestrutura tecnológica e cultura organizacional.

Por outro lado, a área financeira indica essencialmente se a estratégia da empresa está contribuindo para um melhor resultado financeiro e para a maximização do valor da empresa, apresentando os indicadores de lucro, crescimento, redução de custos, melhoria da produtividade, utilização de ativos e estratégia de investimentos.

A par das limitações inerentes às medidas de desempenho baseadas em informações especialmente financeiras, para efeito da mensuração do desempenho das empresas, os trabalhos desta pesquisa desenvolveram-se com a utilização das seguintes variáveis:

- Índice Q de Tobin (Q);
- Crescimento das vendas (CRESC);
- Retorno sobre o Patrimônio Líquido (RPL);
- Retorno sobre o Ativo Total (ROA);
- Mudança no EBIT (MEBIT)

2.2 O desempenho e as práticas de governança

2.2.1 Sociedades por ações

Lemes Júnior (2002, p. 22-26) define as sociedades por ações, ou sociedades anônimas, como empresas que têm seu capital diluído entre milhares de acionistas, os

quais possuem participação no capital da empresa, na forma de ações³. Os interessados na empresa adquirem essas ações, no mercado de capitais que, por sua vez, constitui-se numa das grandes fontes de captação de recursos nos países de economia desenvolvida.

As sociedades anônimas podem ser de capital fechado ou aberto. As de capital fechado são aquelas cujas ações podem ser encontradas nas mãos de determinadas pessoas físicas e jurídicas, sem, porém, encontrar-se à disposição do público em pregões de bolsa de valores. No âmbito brasileiro, em sua grande maioria, são empresas de origem familiar.

Por outro lado, as empresas de capital aberto são aquelas que têm suas ações à disposição de quaisquer interessados, em bolsa de valores. Segundo a Lei nº 10.303/2001, Companhia Aberta é aquela que tem seus valores mobiliários (ações ou debêntures) admitidos à negociação em Bolsa de Valores ou no mercado de Balcão.

Uma considerável parcela da Teoria Financeira encontra-se baseada nas empresas de capital aberto. Isso em consequência de que a maioria das empresas encontra-se constituída dessa forma, em países como os Estados Unidos, pelo fato de que as pessoas têm como hábito investir seus recursos em ações.

Em pequenas empresas, o proprietário normalmente é quem detém todo o controle da empresa, desde as atividades mais operacionais, até as decisões estratégicas. À medida que cresce o tamanho da empresa, sua estrutura organizacional fica mais complexa, divisões de tarefas começam a ser imperativas. As funções de Recursos Humanos, Marketing, Finanças e Produção devem então ser confiadas a profissionais com habilidades específicas e, não mais necessariamente a um sócio que pode ou não ser competente para o exercício da função, sendo sua adequação funcional motivo de maximização de desempenho da empresa (LEMES JÚNIOR, 2002).

³ É importante lembrar que as empresas brasileiras, em sua maioria, possuem considerável concentração da propriedade (SIQUEIRA, 1998, p. 3).

Nas sociedades por ações, mesmo os acionistas majoritários, isto é, aqueles que são considerados os donos da empresa, delegam a terceiros a gestão de muitas (ou mesmo todas), das atividades de administração. Essa separação entre propriedade da empresa e sua gestão pode implicar alguns conflitos.

Em princípio, os gestores da empresa devem buscar maximizar a riqueza do acionista, mas nem sempre os ganhos do gestor estão diretamente relacionados com o valor da empresa. Adicionalmente, as decisões que maximizam a riqueza do acionista, isto é, aquelas que agregam valor à empresa, não necessariamente aumentam os ganhos dos executivos. Em suma, ao delegar poder aos executivos, os proprietários podem estar perdendo parte de sua riqueza. Esse conflito é examinado em detalhes pela Teoria da Agência.

2.2.2 O que é a governança corporativa

A palavra governança possui alguma relação com governo, com administração em uma dimensão mais ampla. Para Rosenau (2000, p. 15), os dois conceitos referem-se a um comportamento visando a um objetivo, a atividades orientadas para metas. Porém, governo pressupõe atividades sustentadas por uma autoridade formal, pelo poder de polícia que garante a implementação das políticas devidamente instituídas.

O governo da empresa significa o estabelecimento do Estado de Direito na sociedade anônima, isto é, refere-se à organização e à dinâmica dos poderes, ao estabelecimento da adequada definição dos órgãos sociais e das respectivas competências, assim como os direitos e deveres dos vários acionistas. Supõe, então, a institucionalização da empresa, mediante a regulamentação de sua estrutura administrativa.

Para Garvey & Swan (1994, p. 139-174), a empresa pode ser vista como um conjunto de contratos explícitos e implícitos. A governança determina o modo como os administradores (executivos) tomam suas decisões dentro das corporações, administrando esses contratos. Nelson (1999) define a governança corporativa como um conjunto de ações dos administradores e acionistas com a intenção de negociar e determinar como o valor da empresa será distribuído.

Partindo da premissa de que o preço das ações da empresa representa o valor presente da parcela do valor da empresa investido pelos acionistas, isto é, o *equity*, Almeida, Almeida & Ness Jr (2002, p. 2) argumentam que a definição de governança corporativa pode ser pensada como um conjunto de práticas que influenciam no desempenho financeiro da empresa.

Pode-se imaginar, então, que a governança é o sistema de processos e estruturas para dirigir, controlar e prestar contas do negócio no nível mais alto da empresa. Dirigir, nesse contexto, significa envolvimento na tomada de decisões estratégicas, enquanto controlar significa supervisionar o desempenho dos administradores e acompanhar a realização dos objetivos estratégicos. Por sua vez, prestar contas é a responsabilidade de manter devidamente informados os grupos e indivíduos que têm interesse legítimo nas atividades da empresa, os acionistas e outros *stakeholders*.

De alguma forma, essa questão tem sido abordada pela comunidade científica desde Berle & Means (1932), porém o termo “governança corporativa” não existia na língua inglesa até vinte e cinco anos atrás e, para Lodi (2000), no âmbito brasileiro, ainda não possui uma década.

Vale aqui uma indagação: como os investidores controlam os gerentes? Essa é a questão central da governança corporativa. Isto é, a governança corporativa trata das formas com as quais os investidores podem garantir o retorno de seus investimentos.

Dessa forma, pode-se entender que a governança corporativa dedica-se à administração dos problemas de agência, induzidos segundo a separação entre propriedade e controle nas corporações modernas. Nos países desenvolvidos os problemas de agência ainda são fonte de altos custos para os acionistas.

Estudos acerca de problemas de agência, devido à separação entre propriedade e controle, podem ser encontrados em Berle & Means (1932), e com visões mais modernas em Jensen & Meckling (1976), Fama & Jensen (1983) e Jensen (1986). Uma definição mais detalhada para governança corporativa poderia ser a seguinte:

[...] Governança corporativa é o sistema que assegura aos sócios-proprietários o governo estratégico da empresa e a efetiva monitoração da diretoria executiva. A relação entre propriedade e gestão se dá através do conselho de administração, a auditoria independente e o conselho fiscal, instrumentos fundamentais para o exercício do controle. A boa Governança assegura aos sócios equidade, transparência, responsabilidade pelos resultados (*accountability*) e a obediência às leis do país (*compliance*).

No passado recente, nas empresas privadas e familiares, os acionistas eram gestores, confundido em sua pessoa propriedade e gestão. Com a profissionalização, a privatização, a globalização e o afastamento das famílias, a Governança Corporativa colocou o Conselho entre a propriedade e a Gestão (IBGC, apud LODI, 2000, p. 24).

A governança corporativa, então, diz respeito aos sistemas de controle e monitoramento estabelecidos pelos acionistas controladores de uma determinada empresa ou corporação, de tal modo que os administradores tomam suas decisões sobre alocação dos recursos de acordo com o interesse dos proprietários. As questões de governança corporativa ganharam maior relevância a partir do surgimento das modernas corporações, nas quais há separação entre controle e gestão.

Wald (2002, p. 54-78) sumariza essas definições de governança corporativa. Para tal autor, trata-se do conjunto de medidas que procura assegurar o funcionamento eficiente, rentável e equitativo das empresas, o qual deve priorizar a prevalência do interesse social sobre os eventuais interesses particulares dos acionistas, sejam eles

controladores, representantes da maioria ou da minoria. Trata-se, portanto, da criação do Estado de Direito dentro da sociedade anônima, em oposição ao regime de onipotência e de poder absoluto e discricionário do controlador ou grupo de controle.

Dessa forma, cria-se um sistema de equilíbrio e separação dos poderes para substituir a vontade do controlador que, no passado, era incontestável. Significa que a empresa deixou de ser propriedade de um indivíduo e exclusiva do acionista controlador, dando origem a uma parceria, sendo portanto, imperativa a existência de um novo padrão de comportamento por parte dos administradores e dos maiores acionistas.

Em termos gerais, considera-se em número de três as principais qualidades que se exigem na governança corporativa:

- (a) transparência (*disclosure*);
- (b) lealdade ou integridade (*integrity*); e
- (c) responsabilidade de prestar contas (*accountability*)

Ainda tendo por base o trabalho de Wald (2000), abordando agora, em vez dos princípios, as características da governança de uma empresa, podem-se assinalar basicamente os seguintes requisitos:

- (a) a separação e o equilíbrio dos poderes entre os órgãos sociais (Diretoria, Conselho de Administração e Assembléia Geral);
- (b) a presença de administradores independentes no Conselho de Administração, ainda que todos não o sejam;
- (c) a convergência dos interesses dos acionistas controladores, dos administradores e dos demais integrantes da empresa;
- (d) a ampliação dos deveres do controlador e do administrador e a exigência da sua conduta conforme o princípio da boa-fé e o interesse social, o que significa o fim do nepotismo e da idéia de sociedade como propriedade do controlador;

- (e) a existência de um amplo sistema de informações aos acionistas e ao mercado, que devem ser divulgadas em igualdade de condições para todos os interessados. Trata-se da *disclosure*;
- (f) o conhecimento, por todos, das remunerações, vantagens e eventuais conflitos de interesses do controlador, dos demais acionistas e dos administradores; e
- (g) o fortalecimento do Conselho Fiscal, para examinar não somente os aspectos formais, mas a própria atuação da diretoria e os resultados.

Gibbs (1992, p. 24) defende que a governança corporativa é uma função dos mecanismos de governança empregados pelas firmas, quais sejam: o Conselho de Administração (CA), a remuneração dos executivos (RE) e a estrutura de propriedade (EP):

$$GC = h(CA, RE, EP) \quad [2]$$

Para o mercado de capitais é importante destacar a relevância do tema da governança. Atualmente, os papéis negociados no mercado de capitais do Brasil são transacionados na Bolsa de Valores do Estado de São Paulo, a Bovespa.

O indicador brasileiro, o Ibovespa, foi criado em 02 de janeiro de 1968 e até os dias atuais não sofreu alteração alguma do ponto de vista metodológico. Trata-se do valor atual, em moeda corrente, de uma carteira teórica de ações, a partir de uma aplicação hipotética. Supõe-se que não tenha sido efetuado investimento adicional algum, considerando-se somente a reinversão dos dividendos recebidos e do total apurado com a venda dos direitos de subscrição, além da manutenção, em carteira, das ações recebidas a título de bonificação.

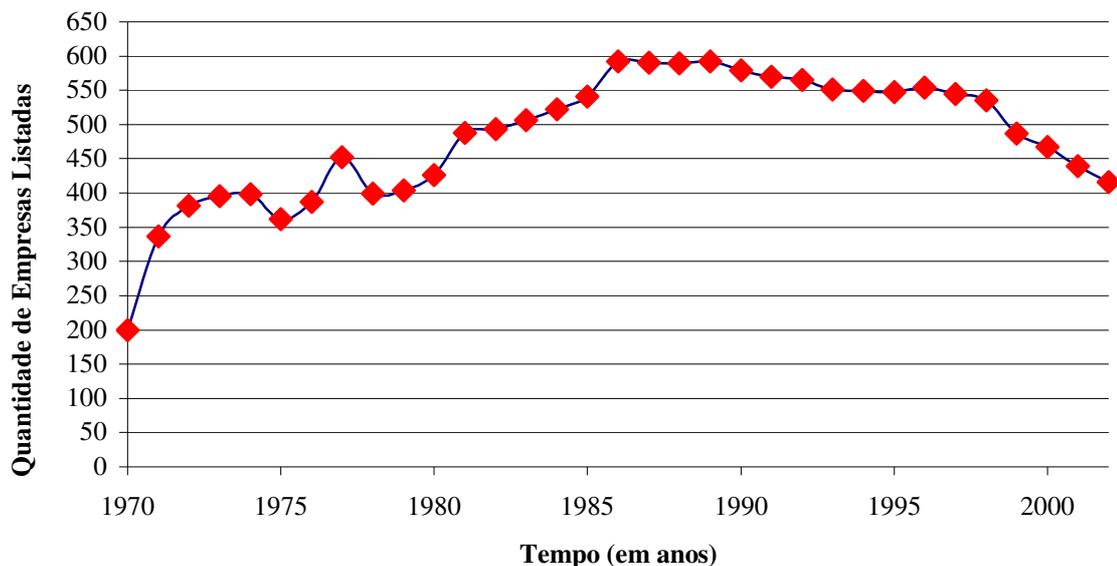
Um novo índice criado pela Bovespa, o Índice de Governança Corporativa Diferenciada (IGC), o qual reflete o comportamento dos papéis negociados no Novo Mercado ou que estão classificados como praticantes de nível 1 ou 2 de governança

corporativa, tem sido o sinalizador dos níveis de retorno e liquidez das ações lançadas por empresas que adotam boas práticas de governança corporativa.

Para Neto & Famá (2001, p. 2-10), a abertura da economia iniciada na década de 90, aliada ao programa de privatização do Governo brasileiro, proporcionou um grande crescimento na bolsa brasileira. A estabilização da economia e a maior facilidade de acesso a investimentos estrangeiros no país foram outros fatores que contribuíram para esse desenvolvimento.

Todavia, nos últimos seis anos, a bolsa teve uma considerável redução da quantidade de empresas listadas na Bovespa, como mostra o Gráfico 2.1, a seguir, ocasionando a sensível diminuição do volume de negócios.

Gráfico 2.1 - Evolução do número de empresas listadas na Bovespa entre 1970 e 2002



Fonte: Bolsa de Valores de São Paulo (2003).

Alguns aspectos são citados por Neto & Famá (2001) como importantes para o melhor entendimento desse declínio: a) as ações brasileiras são subavaliadas devido à falta de transparência por parte das empresas; b) o alto custo de manutenção da companhia aberta, seis vezes maior que nos EUA (o estabelecimento de uma grande estrutura para administrar todas as exigências, a criação de uma diretoria de relacionamento com

investidores, custo de registro, anuidades de bolsa, serviços de auditoria e, principalmente o custo de publicações), que se encontra resumido na Tabela 2.1, abaixo, exhibe a composição básica detalhada dos custos nos quais uma empresa incorre para manter-se em atividade no mercado de capitais brasileiro;

Tabela 2.1 - Custos de manutenção de companhias abertas no Brasil (em R\$)

	Mínima	%	Média	%	Máxima	%
Auditorias Externas	7.470	20	143.200	18	596.620	15
Publicações	9.730	26	257.610	33	1.319.740	32
Anuidades da Bolsa	3.090	8	21.650	3	62.740	2
Taxa de Fiscalização	6.640	17	40.860	5	239.180	6
Departamento de Acionistas	5.540	15	104.140	13	976.210	24
Custos Indiretos	5.540	15	216.360	28	893.010	22
Total	38.030	100	783.840	100	4.087.530	100

Fonte: Associação Brasileira de Companhias Abertas

c) perda de confidencialidade, pois a empresa deve ser mais transparente. Deve-se passar informações ao mercado que, por vezes, podem ter valor estratégico; d) o processo de privatização que acarretou a venda do controle de empresas brasileiras para multinacionais estrangeiras, as quais possuem acesso a fontes de capital a um custo mais competitivo que o nacional, o que motivou as matrizes a optarem por fechar o capital de suas subsidiárias, além da própria reestruturação das empresas que ocasionou o fechamento das filiais e, finalmente e) aquelas empresas que, no passado, abriram seu capital unicamente para usufruir das facilidades que a legislação ora lhes proporcionou, sem porém, utilizarem-se do mercado de capitais para se financiar.

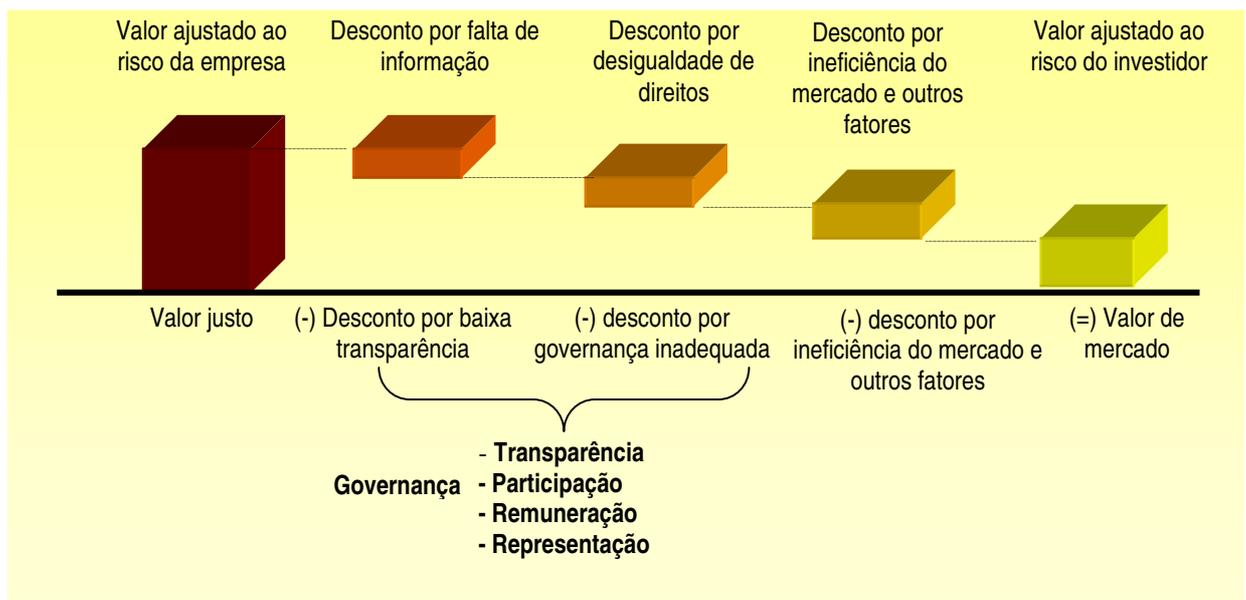
2.2.3 Aversão ao risco

Zingales (1997, p. 10) defende que um sistema de governança afeta o valor *ex-ante* de uma transação. Isso por meio da determinação do nível e da distribuição dos riscos. Se as diferentes partes possuem diferentes níveis de aversão ao risco (ou diferentes

oportunidades de *hedge*), então a eficiência de um sistema de governança também pode ser mensurada pela efetividade da alocação de riscos para a parte mais tolerante.

Na atual situação do mercado brasileiro, em função da percepção generalizada entre os investidores sobre o mercado brasileiro de ações, a maioria das empresas não consegue obter uma precificação adequada, fenômeno que pode ser ilustrado pela figura 2.1, a seguir. A razão para isso seria a falta de transparência, de garantias aos acionistas investidores, assim como a própria ineficiência do mercado, aspectos que são discutidos por Healy & Palepu (2001).

Figura 2.1 - Desconto no preço das ações por falta de governança corporativa



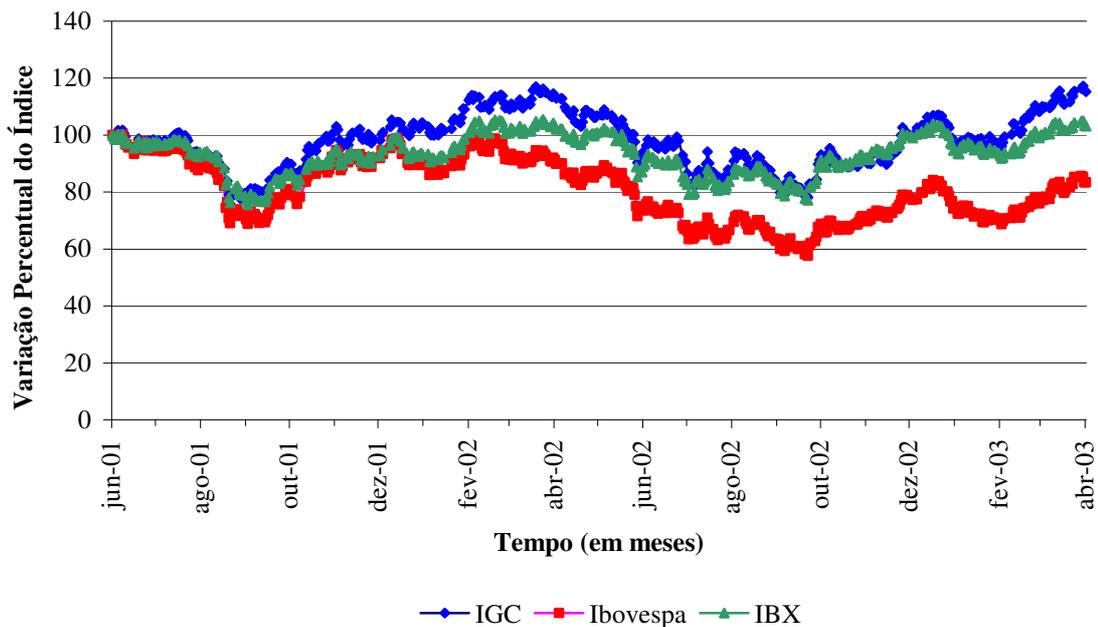
Fonte: Adaptado de Neto & Famá (2001, p. 4)

Provavelmente, no momento em que os minoritários perceberem que possuem maiores garantias, via práticas de governança corporativa, os preços das ações refletirão tal sentimento. Estudo realizado pela McKinsey & Company (2001) concluiu que 83% dos investidores internacionais que possuem recursos aplicados na América Latina estariam dispostos a pagar um prêmio por empresas com melhor governança corporativa. Comparações dos direitos dos acionistas entre os países classificaram o Brasil, ao lado da

Alemanha, como um dos que detinham os piores níveis de proteção. A legislação brasileira recebeu nota 5, enquanto o Novo Mercado foi avaliado com 15 pontos, chegando a superar os EUA, que possuíam 12 pontos na avaliação realizada.

Na experiência brasileira, com a adoção de boas práticas de governança corporativa, já é possível notar que os papéis das empresas que compõem o IGC têm exibido, desde a criação desse índice em junho de 2001, desempenho superior aos valores observados no comportamento dos indicadores de mercado brasileiros, o IBX e o Ibovespa, como pode ser visualizado no Gráfico 2.2, a seguir.

Gráfico 2.2 - Desempenho dos índices IGC, Ibovespa e IBX de junho 2001 a abril 2003



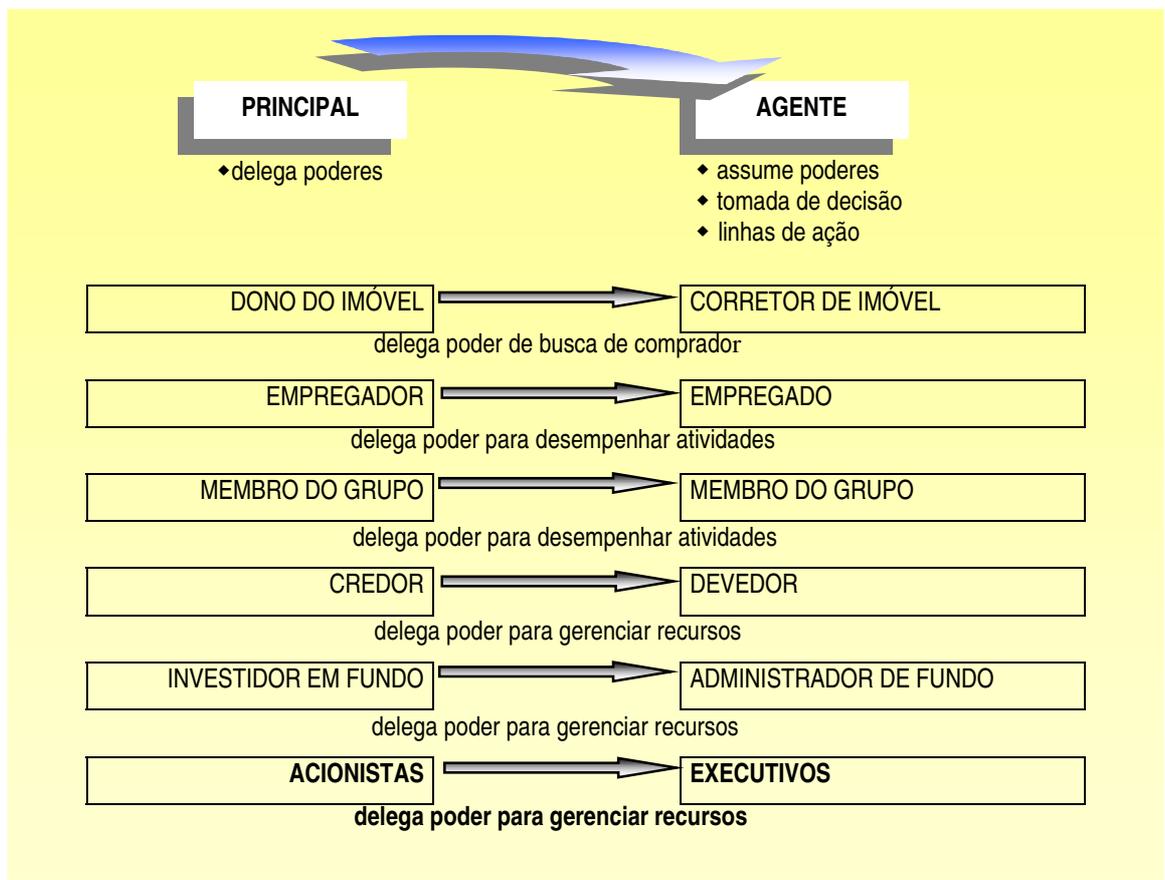
Fonte: Dados da pesquisa (2003).

Nesta Seção apresentou-se o conceito da governança corporativa. Na seção seguinte, abordar-se-ão as relações entre os *stakeholders* das empresas, isto é, as interações entre os participantes da comunidade de interessados na empresa e o seu impacto no desempenho financeiro da firma.

2.2.4 O desempenho, a governança e a Teoria da Agência

Define-se a relação de agência como um contrato sob o qual um ou mais indivíduos, denominados principais, atribuem a outro indivíduo ou outros indivíduos, denominados agentes, autoridade para desempenhar funções de tomada de decisão (JENSEN & MECKLING, 1976). Espera-se que o comportamento do agente, isto é, suas decisões visem ao atendimento dos interesses do principal. Dessa forma, a relação de agência possui sua origem na delegação de poderes do principal para o agente, como ilustra a Figura 2.2, a seguir.

Figura 2.2 - Exemplos de relações de agência



Fonte: Adaptado de Kimura, Lintz & Suen (1998, p. 21).

As relações de agência estão presentes nas mais diversas ocasiões do dia-a-dia, quando, por exemplo, recorre-se aos serviços de um corretor de imóveis. Seja qual for a situação, o principal, seja o empregador, um credor, o dono de um imóvel ou mesmo um acionista, delega poderes aos agentes, para que esses defendam os interesses dos primeiros.

A relação pode, então, indicar uma busca de eficiência, quando o principal, por não dispor de recursos, como tempo, capacitação e competência, atribui ao agente a tarefa de gerenciamento de recursos ou a missão de realizar determinadas tarefas. Contudo, assim como o principal, o agente também possui suas metas pessoais, as quais não necessariamente estarão alinhadas com os interesses do principal. Dessa forma, dependendo de sua função-utilidade, que varia em decorrência da percepção de esforço, preocupação com imagem e outros fatores, o agente poderá simplesmente desenvolver suas atividades de forma que seu empenho seja mínimo, sem aplicar o máximo de sua energia na busca da maximização da utilidade para o principal.

No Brasil, pelo fato de a propriedade das empresas ser comprovadamente alta, o conflito entre acionistas e executivos, por vezes, é reduzido, já que os proprietários tendem a ocupar os cargos de diretoria executiva. Porém, nessa situação, o relacionamento entre a empresa e seus credores pode conter um maior nível de complexidade.

Na visão de Almeida, Almeida & Ness Jr (2002, p. 3), as práticas de governança corporativa preocupam-se especialmente em resolver os conflitos de interesse entre administradores e acionistas. Porém, tem-se tornado evidente que os conflitos de interesses ocorrem em um conjunto mais amplo de agentes, os *stakeholders*: acionistas minoritários, acionistas majoritários, credores, gerentes, empregados, consumidores, governo e a sociedade como um todo.

Desse modo, Almeida; Almeida & Ness Jr (2002), defendem que o desafio atual da governança corporativa é minimizar os potenciais conflitos de interesse entre esses

diversos agentes, com a intenção principal de maximizar o valor da empresa e, por consequência, aumentar o retorno para os acionistas.

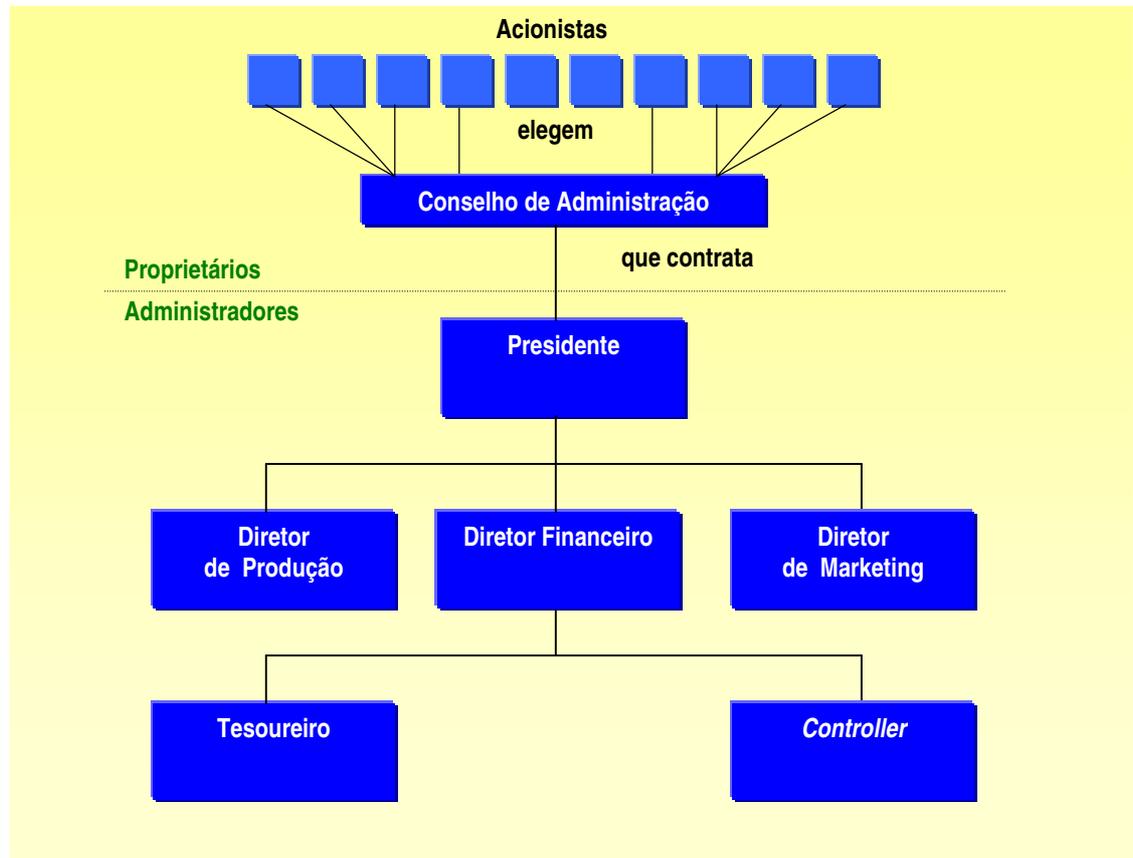
Tomando-se como ponto de partida para o delineamento dos problemas de agência a estrutura básica de uma sociedade anônima, verifica-se que os principais integrantes desse tipo de sociedade são os acionistas, o conselho de administração e o presidente. A parte superior da Figura 2.3, a seguir, ilustra o relacionamento entre esses integrantes.

Para Gitman & Madura (2003, p. 2-22), os verdadeiros donos da empresa são os acionistas, em vista de seu patrimônio em ações ordinárias e preferenciais. Eles votam periodicamente para eleger os membros do conselho de administração e para modificar o estatuto social da empresa. O conselho possui autoridade máxima para decidir assuntos da sociedade e para formular sua política geral. Participam do conselho pessoas-chave da empresa, bem como pessoas externas, homens de negócios e executivos de outras corporações.

O executivo principal ou presidente⁴ é o responsável pela rotina corporativa, além de executar as políticas estabelecidas pelo conselho de administração. É mister ressaltar a distinção entre proprietários e administradores das grandes corporações, assim como ilustrou a Figura 2.3. Sendo a maximização da riqueza do acionista a principal finalidade dos executivos, do ponto de vista teórico, nota-se um conflito de interesses, já que os administradores também estão interessados em sua riqueza pessoal, segurança no emprego, estilo de vida e outras vantagens, tudo custeado pela organização.

⁴ Na literatura de língua inglesa é comum encontrar a expressão *Chief Executive Officer* (CEO) para designar o Presidente de uma empresa.

Figura 2.3 - Organograma básico de uma Sociedade Anônima



Fonte: Adaptado de Gitman & Madura (2003, p. 4)

Assim, os administradores podem tornar-se relutantes em assimilar alguns riscos em prol da organização, que podem comprometer sua riqueza pessoal. Diante de tal situação, surgem os problemas de agência entre acionistas e administradores, isto é, a possibilidade de os administradores colocarem seus interesses particulares à frente dos objetivos corporativos.

Para Ross (1995, p. 35), as sociedades por ações podem ser encaradas como um conjunto complexo de relações contratuais entre pessoas. Assim, a sociedade deve ser vista como uma maneira de integrar os objetivos conflitantes dos indivíduos num equilíbrio dentro de um contexto contratual legal. Essa abordagem remonta à teoria dos contratos, discutida em detalhes por Jensen & Meckling (1976) e por Barnea et al. (1985).

Esse contrato pode ser definido como uma relação entre principal e agente, em que os membros da administração são os agentes, e os fornecedores de capital próprio, os acionistas, são os principais. A suposição é que os administradores e os acionistas encarregar-se-ão de agir segundo seus interesses.

A forma que os acionistas encontram para dirimir conflitos de interesses é a criação de incentivos para os administradores, aliado à atividade de acompanhamento de seu comportamento. Essa conduta gera um custo para os acionistas. Os custos de resolução do conflito de interesses entre principais e agentes são denominados “custos de agência”. Não significa, entretanto, que a sociedade por ações não atuará para melhor atender aos interesses dos acionistas, e sim, que existe um certo custo para fazer isso. Os problemas de agência não são totalmente solúveis, os administradores nem sempre atuarão segundo os interesses dos acionistas, haverá uma perda residual, a perda de riqueza decorrente do comportamento divergente entre acionistas e administradores, o que também é verificado no trabalho de Jensen & Meckling (1976).

Assim, em outras relações de agência, os principais incorrerão em custos de monitoração (tanto pecuniário como não-pecuniário). Existirá, pois, uma divergência entre as decisões dos agentes e as decisões que maximizam o bem-estar dos principais. Dessa forma, Jensen & Meckling (op cit) definem essencialmente os custos de agência como a soma dos gastos de monitoração por parte do principal⁵ e a perda residual.

Weston & Brigham (2000, p. 19) argumentam que se existe um conflito de interesses, o órgão que regulamenta a atividade no mercado de títulos, no caso do Brasil a

⁵ O termo "monitoração" inclui mais que simplesmente a mensuração ou observação do comportamento do agente. Inclui o esforço do principal na direção de “controlar” o agente, isso realizado por meio de restrições orçamentárias, políticas de compensação, regras de operação, etc.

Comissão de Valores Mobiliários⁶ (CVM), desenvolverá ações que visem à difusão de toda e qualquer informação inerente às atividades da corporação, não significando, porém, que em situações de conflitos reduzidos não exista a necessidade da difusão de informações ao mercado. Um relacionamento de agência existe quando uma ou mais pessoas (os principais) contratam outra pessoa (o agente) para efetuar um serviço e então delegam a autoridade do processo decisório a esse agente, como mostrou a Figura 2.2.

Para solucionar problemas de agência, nos EUA, são utilizados: a) sistema de proteção legal ao minoritário⁷ (incluindo direito a voto); b) o uso dos conselhos de administração para monitorar a administração⁸ e c) a própria ação do mercado. Cada método é determinado segundo três níveis: a) nível federal (regulação que oferece segurança ao mercado); b) nível estadual (legislação das firmas) e c) nível da firma (outras funções e papéis).

⁶ A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) é uma autarquia vinculada ao Ministério da Fazenda, criada pela Lei nº 6.385, de 07 de dezembro de 1976, com a finalidade de disciplinar, fiscalizar e desenvolver o mercado de valores mobiliários, entendendo-se como tal aquele em que são negociados títulos emitidos pelas empresas para captar, junto ao público, recursos destinados ao financiamento de suas atividades. Possui como atribuições principais: a) estimular a formação de poupança e sua aplicação em valores mobiliários; b) promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social de companhias abertas sob controle de capitais privados nacionais; c) assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados de bolsa e de balcão; c) proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra emissões irregulares de valores mobiliários e atos ilegais de administradores e acionistas das companhias abertas, ou de administradores de carteira de valores mobiliários; d) evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinada a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado; e) assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido; f) assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários e g) assegurar a observância, no mercado, das condições de utilização de crédito fixadas pelo Conselho Monetário Nacional (CVM, 2001?, 5-8).

⁷ Em estudo realizado por La Porta et al. (1998), o Brasil é avaliado segundo a proteção dos direitos dos pequenos acionistas e dos credores; padrões contábeis; índice de corrupção e ainda a eficiência do sistema judiciário.

⁸ Segundo Dutra & Saito (2002) – no Brasil, em grande parte das empresas, os Conselhos de Administração não são independentes, conseqüentemente comprometendo sua finalidade precípua, a de representar os acionistas perante os executivos de maneira eficaz.

Core, Holthausen & Larcker (1999, p. 373) argumentam que os problemas de agência podem ser ocasionados por estrutura de governança inadequada, o que, por sua vez, levam a desempenhos não satisfatórios.

2.2.5 O desempenho da empresa e a alta administração

Nesta seção discutir-se-á a teoria relativa à inserção das atividades dos altos executivos nas empresas. O objetivo dos administradores pode ser, *a priori*, manter o seu cargo. Na maioria das vezes, se fossem deixados por sua conta, tenderiam a maximizar o volume de recursos que controlam ou, em termos mais amplos, maximizariam seu poder no âmbito da empresa ou sua própria riqueza.

Os depositários ou interessados de uma organização são indivíduos ou grupos que apostam nos resultados das decisões da administração e podem influenciar essas decisões. Os administradores de corporações bem-sucedidas têm a obrigação para com muitos interessados diferentes. Pode-se, então, observar no Quadro 2.1, a seguir, tal abordagem, proposta por Certo & Peter (1993, p. 277-310), em que as empresas comerciais bem-sucedidas são poderosas forças na sociedade e, em razão disso, têm certas responsabilidades.

Quadro 2.1 - Os interessados nas empresas e as obrigações éticas corporativas

Interessados	Finalidade da Obrigação Ética
Os acionistas ou proprietários da corporação	para tentar aumentar o valor da empresa
Os fornecedores de materiais e revendedores de produtos	para lidar regularmente com fornecedores e revendedores
Os empregadores de capital	para reembolsá-los
As agências do governo e a sociedade	para obedecer às leis
Os grupos políticos	para considerar seus argumentos
Os empregados e sindicatos	para garantir ambientes seguros de trabalho e reconhecer seus direitos
Consumidores	para fornecer e comercializar eficientemente produtos seguros
Os concorrentes	para evitar práticas que desvirtuem o comércio
A comunidade local e a sociedade como um todo.	para evitar práticas que prejudiquem o ambiente.

Fonte: Adaptado de Certo & Peter (1993).

Para Lemes Júnior (2002), os administradores podem tender a dar ênfase excessiva à sobrevivência da organização para fortalecer a segurança de seus empregos. Além disso, podem não gostar de interferência externa e, dessa forma, outros objetivos importantes podem ser a independência e a auto-suficiência da empresa. Uma das formas de reduzir o conflito é remunerar os administradores com base nos resultados, que consiste em uma modalidade de custos de agência.

Quando as empresas utilizam um sistema de remuneração em que os administradores têm participação nos resultados, podem obter maior probabilidade de que os interesses entre o principal e o agente coincidam. Exemplos desse tipo de incentivo são a participação nos lucros e a opção de compra de ações a preços vantajosos (*stock options*), induzindo-os a agir de forma a otimizar o valor dos papéis no mercado. Outra forma de incentivo relaciona-se com as perspectivas de emprego. Aqueles que exibem melhor desempenho dentro da empresa tenderão a ser promovidos e, com isso, obterão melhor remuneração.

Aos administradores é conferida autonomia para gerir os interesses da empresa, não significando, com isso, que eles possam favorecer a si próprios no seu relacionamento com a empresa⁹. Os acionistas recebem o lucro residual resultante das operações da companhia o que lhes proporciona incentivos para monitorar o desempenho dos administradores. Assim, se o desempenho da administração não pode ser eficazmente avaliado ou se administradores mal sucedidos não podem ser substituídos, o retorno esperado das ações da empresa poderá exibir baixo desempenho, conseqüentemente fazendo com que o valor da empresa acompanhe essa tendência. Uma boa estrutura de governança corporativa é um contrato de acionistas eficaz, redundando em valorização acionária e redução dos custos de capital (GILSON, 2000).

Coughlan & Schmidt (1985, p. 43-66); Core, Holthausen & Larcker (1999); Clayton, Hartzell & Rosenberg (2000) e Volpin (2002) mostram que o índice de rotatividade de executivos, bem como o grau de remuneração a eles destinado, possuem relação com desempenho financeiro, valor de mercado das companhias e risco das empresas.

Gitman & Madura (2003) esclarecem, que, para assegurar a competência da administração e minimizar os potenciais problemas de representação, os acionistas têm usado seu voto para demitir administradores de baixo desempenho e substituí-los por outros mais capazes. Isso ocorrendo tanto via exercício do poder de voto, como também por meio de pressão sobre os administradores para que desempenhem bem seu papel ou, caso contrário, sejam substituídos.

⁹ Para Damodaran (2002, p. 387), uma das razões para que a empresa assuma mais dívidas é a de induzir os administradores a assumirem uma condição de maior cuidado com a aplicação dos recursos confiados às suas decisões. Assim, forçar uma empresa a comprometer-se a pagar dividendos, reduzindo seu caixa disponível, forçar-se-ia os administradores a serem mais disciplinados na escolha de projetos. Então, empresas onde exista a separação entre propriedade e administração deveriam pagar maiores dividendos do que empresas que abrigam investidores representativos envolvidos nas decisões da administração.

Volpin (2002), a partir de uma amostra de 205 firmas, em um período de 12 anos, de 1986 a 1997, examina os determinantes do *turnover* de executivos em empresas do mercado italiano, focando a estrutura de propriedade e o controle corporativo como fatores que afetam o desempenho da firma e seu *turnover* e, ainda, estende suas conclusões para o impacto causado no valor de mercado das firmas, medido pelo Q de Tobin.

Nesse estudo, Volpin (2002) compara a rotatividade de altos executivos entre as classes de empresas, isto é, são confrontados dados de quatro grandes categorias de empresas, segundo suas estruturas de propriedade: estatais, estrangeiras, bancos e firmas individuais. Os principais achados desse estudo foram que:

- o *turnover* é mais sensível ao desempenho financeiro se os acionistas controladores apropriam-se de largas parcelas dos fluxos de caixa;
- o *turnover* é mais sensível ao desempenho financeiro em organizações que possuem a propriedade mais dispersa, sendo o controle corporativo mais contestável em tal situação;
- o *turnover* é baixo para aquelas empresas onde existe superposição de propriedade e controle, ou seja, onde os acionistas controladores exercem funções de gerência, sendo tal situação mais comum nas corporações controladas por famílias.

O mercado italiano assemelha-se ao brasileiro no que se refere ao baixo grau de proteção aos acionistas minoritários e ao risco de expropriação. Isso se traduzindo nos benefícios privados do controle, existe ausência de sensibilidade do *turnover* ao desempenho, o que seria um sinal de baixo grau de governança corporativa e, por conseguinte, refletindo diretamente no valor da firma. Partindo dessa idéia, pode-se concluir que estudar o *turnover* de executivos e a sensibilidade ao desempenho é uma das formas de avaliar a qualidade dos sistemas de governança corporativa.

Os achados de Volpin (2002) foram consistentes com o trabalho de Weisbach (1988), que encontrou significativa probabilidade de *turnover* dos CEO's para firmas que exibem baixo desempenho. Alinhado com esse pensamento, Coffee (1999) argumenta que sistemas de governança eficientes penalizam os executivos das empresas que possuem níveis sofríveis de desempenho de suas ações, assim como aquelas que possuem fluxos de caixa pouco expressivos.

No âmbito brasileiro, Carmona & Santana (2002), a partir de dados de 47 empresas brasileiras listadas na Bovespa, durante o período de 1997 a 2000, empregando modelos econométricos Probit, testaram as hipóteses de relacionamento entre *turnover* e desempenho financeiro, entre *turnover* e mudanças do acionista controlador e ainda uma última que pressupunha a associação entre tamanho da empresa e o *turnover* de executivos. Os testes realizados mostraram que o *turnover* de executivos não pareceu estar associado a algumas variáveis de desempenho¹⁰, e também não se mostrou sensível às mudanças de controle acionário, porém o tamanho das empresas revelou-se associado ao turnover.

Core, Holthausen & Larcker (1999, p. 371-406), a partir de uma amostra de 495 empresas, desenvolveram um estudo que analisou o impacto do nível de compensação dos executivos nos índices de desempenho financeiro alcançados pelas empresas¹¹. Suas principais descobertas sugerem que a relação entre compensação de executivos e estrutura de governança é negativa, isto é, quanto maiores os níveis de remuneração dos altos executivos, que são fortemente influenciados pela estrutura de propriedade das firmas, pior será o sistema de Governança, também sugerindo que firmas com estruturas de governança pobres tendem a exibir problemas de agência.

¹⁰ No trabalho de Carmona & Santana (2002) foram utilizadas as seguintes variáveis de desempenho financeiro: a) Mudanças no Lucro Operacional, b) Retorno das Ações da Empresa e c) Índice Q de Tobin.

¹¹ Esse tema também é investigado em detalhes por Coughlan & Schmidt (1985).

Para Lethbridge (1997), a disseminação de contratos de remuneração não muito sensíveis ao desempenho acontece em parte porque os executivos têm muita influência direta ou indireta para determinar sua própria remuneração. Consultores que estruturam um contrato de remuneração são freqüentemente escolhidos pelo próprio executivo, e mesmo quando o assunto é discutido por um comitê de remuneração nomeado pelo conselho de administração, o executivo não raramente possui influência nesse comitê. Pesquisas mostram que 25% das empresas que compõem o índice S&P500 têm um chamado *insider* (alguém ligado ao Executivo principal) nesse comitê (Wall Street Journal, 06/05/97).

A partir dessa situação, o IBGC preconiza a independência do conselho de administração¹², para que assim ele tenha liberdade necessária para tomar decisões que tenham os interesses dos acionistas preservados, sobretudo, os acionistas minoritários. Isto é, recomenda-se a separação entre as atividades dos altos executivos e os membros do Conselho de Administração das companhias de capital aberto, assegurando a representação dos acionistas minoritários junto ao quadro de executivos das empresas, preocupação compartilhada pela CVM, expressa por meio de uma cartilha de boas práticas de governança corporativa:

[...] II.4 Os cargos de presidente do conselho de administração e presidente da diretoria (executivo principal) devem ser exercidos por pessoas diferentes. O conselho de administração fiscaliza a gestão dos diretores. Por conseguinte, para evitar conflitos de interesses, o presidente do conselho de administração não deve ser também presidente da diretoria ou seu executivo principal. [...] (CVM, 2002, p. 5).

¹² Monaco (2000), a partir de dados de uma amostra de 647 empresas de capital aberto, registradas na CVM, investigou o papel dos Conselhos de Administração de sociedades por ações brasileiras. Nesse trabalho, argumenta-se que a obrigatoriedade da existência do conselho de administração talvez seja um ponto fraco para a qualidade de sua atuação de monitorar os agentes. Isto é, para Monaco (2000), se fosse atribuída aos acionistas a faculdade de adotar ou não um conselho de administração na estrutura de governança das empresas brasileiras, provavelmente os conselhos não existiriam.

Bhagat & Black (2002, p. 231-273) compartilham da idéia de que a independência do Conselho em relação à administração é um importante componente de boas estruturas de governança corporativa. Esses autores conduziram um estudo que envolveu cinco amostras, o qual se propôs verificar o relacionamento entre o grau de independência do conselho de administração¹³ e o desempenho de grandes empresas norte-americanas. No entanto, tal estudo concluiu que empresas com alto grau de independência dos Conselhos de Administração não exibiram desempenho significativamente maior que as outras, não foi encontrado relacionamento significativo entre independência do Conselho de Administração e os níveis de desempenho alcançados pelas empresas estudadas¹⁴. Barnhart, Marr & Rosenstein (1994) encontraram uma relação curvilínea com um coeficiente negativo, significativo para um termo quadrático, incluso no modelo por eles proposto, indicando que empresas com conselhos altamente independentes podem possuir valor menor, o que segue a linha de raciocínio de Bhagat & Black (2002).

Em contrapartida, no caso brasileiro, Dutra & Saito (2002, p. 9-27), em recente estudo que envolveu 142 companhias brasileiras listadas na Bovespa, com dados de 1999, concluíram que os conselhos de administração são fortemente dominados por representantes dos acionistas controladores, havendo menor participação de Conselheiros profissionais independentes.

¹³ medido por uma *proxy* da fração de conselheiros independentes menos a fração de Conselheiros que também pertencem ao quadro de executivos.

¹⁴ Brickley, Coles & Jarrel (1997), em um estudo realizado a partir de uma amostra composta de 661 empresas, com dados referentes ao ano de 1998, defendem que provavelmente os custos de separação entre o Conselho de Administração e as funções executivas da empresa sejam maiores que os benefícios proporcionados pela independência do Conselho de Administração.

2.2.6 O desempenho e a estrutura de propriedade

Os efeitos da estrutura de propriedade sobre o valor das empresas têm sido largamente investigados. Demsetz & Lehn (1985), Morck, Shleifer & Vishny (1988), McConnell & Servaes (1990), Holderness, Kroszner & Sheehan (1999), Xu & Wang (1997), entre outros autores, desenvolveram pesquisas nesse campo.

No âmbito brasileiro, Leal et al. (2000) concluíram, a partir de dados de 1998, que os acionistas brasileiros investem, em média, muito mais do que o mínimo necessário para manter o controle de suas companhias, isto é, os percentuais observados do capital votante são mais altos do que o necessário, sugerindo que existam benefícios privados de controle, por meio da expropriação do acionista minoritário.

A hipótese central do trabalho de Leal et al. (2000) foi que quanto maior a concentração do poder de voto nas mãos dos controladores, menor seria o valor das companhias. Isso devido à potencial expropriação dos acionistas minoritários (existência de benefícios privados de controle). Embora se tenham encontrado valores de mercado menores para categorias em que há mais possibilidade de expropriação de minoritários, não foi obtida significância estatística para a diferença entre as avaliações das firmas estudadas.

No final dos anos noventa, La Porta et al. (1998, 2000a e 2000b) desenvolveram uma série de pesquisas acerca das diferenças entre os mercados de capitais do mundo, quando se estudou exaustivamente a identificação das causas e conseqüências da concentração de propriedade em alguns países. Um dos achados mais importantes desses estudos foi o de que essas diferenças entre mercados de capitais podem ser entendidas a partir das diferenças no grau de proteção dos direitos dos acionistas. O grau de concentração da propriedade e outros aspectos, como a liquidez no mercado secundário, o tamanho relativo de cada mercado, as políticas de dividendos e o acesso a financiamento

externo, são exemplos de contrastes que norteiam a avaliação dos diferentes mercados entre si.

La Porta et al. (1998) demonstram, a partir de uma amostra de 49 países que a propriedade acionária é negativamente correlacionada à proteção dos direitos dos acionistas. Isto é, países com melhor proteção possuem maior tendência para exibir maior dispersão da propriedade. Em estudo posterior, La Porta et al. (2000b) concluíram que países com mecanismos ineficientes de proteção ao acionista possuem um grande número de empresas classificadas como familiares ou estatais, sendo as primeiras com alta superposição de propriedade e controle, o que foi constatado, no âmbito do Brasil, por pesquisa realizada pela McKinsey e Korn Ferry (2001).

Siffert Filho (1998) ao citar Williamson (1996) argumenta que existem seis razões para assumir que a estrutura de propriedade é um dos principais determinantes da governança corporativa:

- a) a concentração da propriedade por parte de grandes acionistas irá incentivá-los a tomar uma posição ativa, com interesse no desempenho da firma e na implementação de mecanismos de monitoramento dos administradores, ao invés de estimulá-los a optarem por estratégias de saída;
- b) o fato de os administradores deterem ações irá afetar os incentivos que estes possuem para maximizar o valor para os acionistas, em vez de desenvolverem objetivos próprios;
- c) a identidade dos proprietários é um indicativo de suas prioridades, como, por exemplo, as empresas estatais que seguem, em boa medida, diretrizes políticas;
- d) segundo a teoria de finanças, os acionistas/proprietários que possuem portfólios diversificados não serão aversos a uma atitude de maior risco por

parte da firma, ao passo que proprietários com uma parcela significativa de sua riqueza em uma única firma tendem a propor estratégias corporativas de baixo risco;

e) liquidez da propriedade irá afetar a preferência temporal dos proprietários e o comportamento de investimentos das corporações;

f) as estruturas de propriedade integrada (hierarquias) podem reduzir os custos de coordenar transações com o alto grau de especificidade dos ativos.

A partilha do controle societário das corporações tem sofrido especial atenção das empresas, sendo os investidores institucionais os principais acionistas. Ademais, a natureza da propriedade e a identidade dos controladores têm efeitos sobre o desempenho das empresas, tendo em vista que os posicionamentos estratégicos são dependentes dos alinhamentos de interesses entre as partes contratantes, quais sejam principais e agentes (SIFFERT FILHO, 1998).

Siqueira (1998) defende que mudanças na estrutura de propriedade das empresas podem comprometer o desempenho econômico-financeiro, os programas de investimento, o crescimento e, até mesmo, a sobrevivência das empresas. Demsetz & Lehn (1985), a partir de um estudo que incluiu uma amostra de 511 empresas norte-americanas, durante um período de cinco anos, além de testar a tese de Berle & Means (1932), identificaram o grau de regulação, o tamanho da empresa e a instabilidade da lucratividade como os fatores determinantes da concentração da propriedade, porém não encontraram um efeito significativo da concentração da propriedade sobre o desempenho das empresas.

Em um estudo posterior, que teve por base uma amostra de 388 empresas, localizadas em doze países europeus, Thomsen & Pedersen (1997), após incluir mais algumas variáveis, testaram o modelo proposto por Demsetz & Lehn (1985) e confirmaram

os seus achados, isto é, a não-significância da concentração da propriedade sobre o desempenho das empresas.

Já para Volpin (2002) e para Siqueira (1998), sendo o segundo estudo citado baseado em uma amostra de 278 empresas brasileiras de capital aberto, existe correlação negativa entre estrutura de propriedade e performance, ou seja, quanto mais concentrada a propriedade da empresa, menor é o nível de desempenho apresentado por ela.

Xu & Wang (1997, p. 18), a partir do trabalho de Demsetz & Lehn (1985), com dados do mercado asiático, chegaram às mesmas conclusões que estes últimos. A significância da correlação entre a concentração da propriedade e o desempenho das empresas foi rejeitada, embora tenham encontrado baixa correlação entre propriedade e lucratividade.

Algumas empresas preservam a alta concentração da propriedade para garantir a solução de problemas de agência com os executivos, dado ao fato de que os acionistas controladores possuem incentivos e o poder de disciplinar a alta administração. Por outro lado, com tal postura, os acionistas majoritários podem criar condições para um novo problema de agência, porque os interesses do controlador e dos minoritários podem não estar perfeitamente alinhados.

2.2.7 Tipologia de controle societário

Thomsen e Pedersen (1997), após realização de um estudo que envolveu uma análise das estruturas de propriedade corporativa em doze países da Europa, a partir de uma amostra que incluiu as 100 maiores empresas, de natureza não-financeira, de cada um dos países estudados, propuseram um modelo de classificação das estruturas de propriedade, o qual é composto de três categorias segundo o grau de concentração da

propriedade, a saber: propriedade dispersa, quando o maior acionista detém menos de 20% do controle; propriedade dominante, quando o maior acionista detém entre 20% e 50% do controle; e propriedade majoritária, quando o maior acionista detém mais de 50% do controle.

Leal et al. (2000) discutem duas formas de composição acionária: a direta e a indireta. Acionistas diretos são aqueles que possuem ações da própria companhia considerada. A composição acionária indireta diz respeito a acionistas que detêm a propriedade da empresa em última instância¹⁵. Assim como no estudo de Srour (2002), aqui foram desconsiderados os efeitos das composições acionárias indiretas, as quais são motivo de pesquisa desenvolvida por Procianny (2001, p. 307-322).

Há de se frisar que a estrutura de propriedade varia entre as nações, isto em consequência de uma diversidade de fatores, como: regime político, sistema legal, estrutura do mercado de capitais, experiência histórica de industrialização, condições geográficas e cultura. No entanto, a proposta deste trabalho é desenvolver uma análise do ponto de vista econômico, sendo o impacto das diferentes estruturas de propriedade no desempenho econômico das corporações, uma de suas fases.

Thomsen & Pedersen (1997) não encontraram correlação estatisticamente relevante para assumir a causalidade entre estrutura de propriedade e performance econômica, isto é, o tipo de propriedade não foi considerado uma variável explicativa para determinar a performance. No entanto foi encontrada correlação entre o tipo de propriedade e o tamanho da firma.

Siffert Filho (1998) chama a atenção para o detalhe de existirem variações em termos de controle corporativo entre os países, isto é, não se pode generalizar os resultados

¹⁵ Leal et al. (2000) expõem essa idéia de forma prática – se um acionista possui 51% dos votos de uma companhia holding que detém 51% dos votos de uma companhia de capital aberto, o acionista é o controlador da companhia aberta com 26% do capital votante da companhia aberta (51% multiplicado por 51%).

que apresentam maior incidência. Especialmente no caso brasileiro, nota-se que as indústrias de papel, celulose, cimento e siderurgia, por exemplo, mostram predominância do tipo de controle denominado *propriedade dominante*, enquanto as indústrias têxteis e de produtos alimentares são, em sua maioria, controladas por famílias.

No caso da indústria de telecomunicações, por exemplo, a tendência foi no sentido de haver redução da participação do controle governamental, e no parque elétrico nacional, cogitou-se a transferência do controle para a iniciativa privada, o que mais tarde seria revisto pelo Governo, isto na direção da privatização parcial e não mais total do sistema elétrico, como havia sido proposto anteriormente¹⁶.

Com relação ao tamanho da firma, Thomsen & Pedersen (1997) observaram que, quando uma empresa cresce, diminui a probabilidade de o controle acionário permanecer no âmbito familiar, seja pelo fato de os administradores serem financeiramente incapazes de suportar o risco da propriedade, seja porque os proprietários não possuem conhecimento e/ou habilidade requeridos para administrar a empresa. Como resultado, ocorre a separação entre propriedade e controle administrativo.

2.3 Desempenho e estratégia empresarial

A estratégia da empresa consiste do conjunto de mudanças competitivas e abordagens comerciais que os gerentes executam para atingir o melhor desempenho da empresa. Consiste basicamente no planejamento do jogo de gerência para reforçar a posição da organização no mercado, promover a satisfação dos clientes e atingir os

¹⁶ A maior presença do controle de atividades industriais por parte do Governo pode ser entendida a partir da idéia de que monopólios naturais exigem maior investimento (custos de transação), custos da contratação privada no mercado devido às externalidades e distorções por parte da apropriação privada dos benefícios. Nessa situação, o agente se beneficia dos bens públicos sem arcar com os custos de sua implementação.

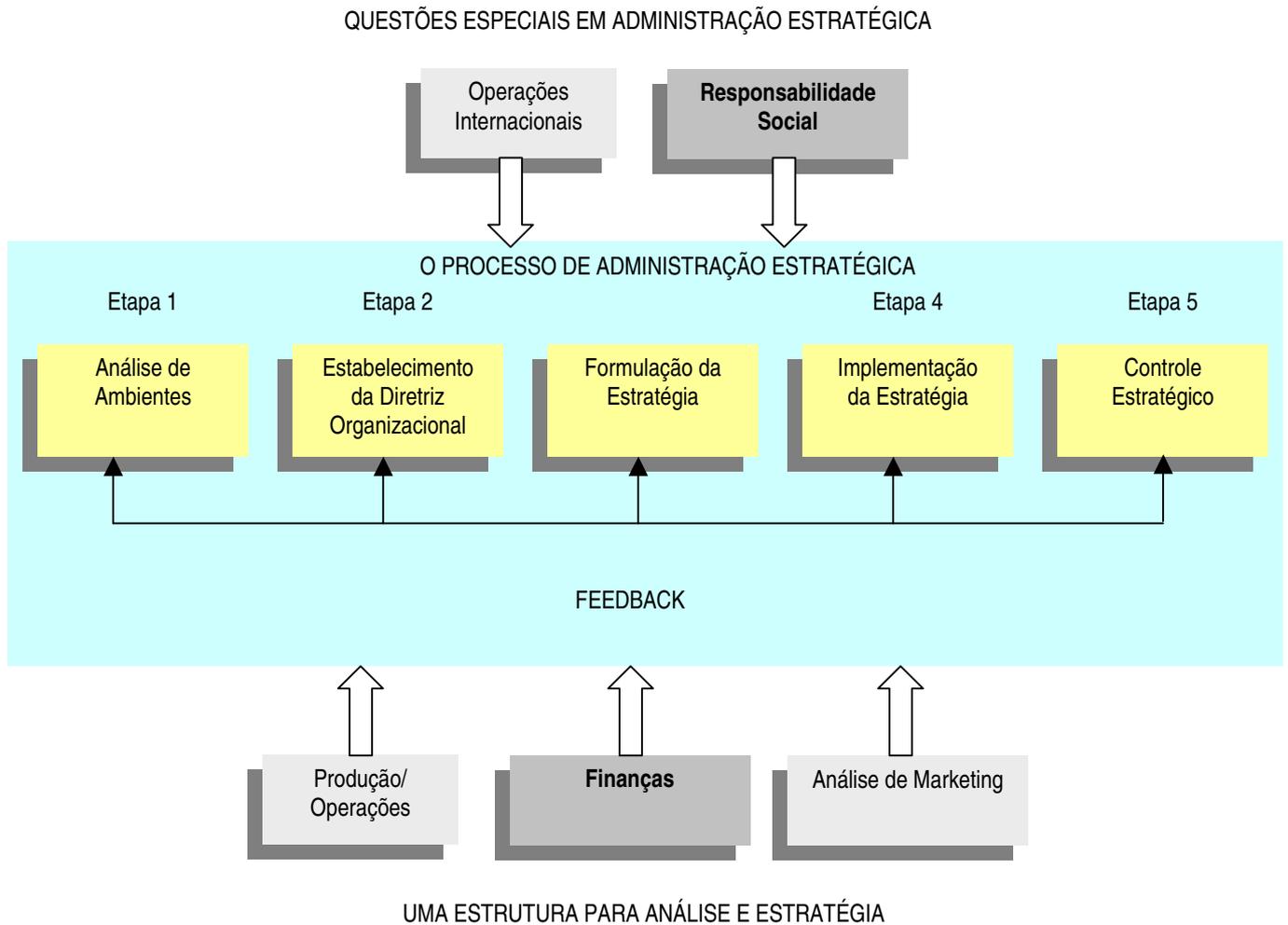
objetivos de desempenho. Sem estratégia, um gerente não possui um rumo previamente considerado para seguir, não tem um mapa e não tem programa de ação unificado para conduzir os resultados almejados (THOMPSON & STRICKLAND III, 2000, p. 1).

Para Hitt et al. (2002, p. 31), uma parcela significativa das discussões sobre estratégia dedica-se às estratégias em nível de negócios e à dinâmica competitiva associada com o seu uso, isto é, estratégias de negócio. Quando uma empresa opta por diversificar suas atividades além de uma única indústria e parte para a operação em diversas indústrias, está assumindo uma estratégia de diversificação em nível corporativo, matéria tratada nesta pesquisa. Assim como as estratégias de nível de negócios, uma estratégia de nível corporativo permite que uma companhia adapte-se às condições existentes em seu ambiente externo.

Os sistemas formais de planejamento estratégico assumem papel essencial nas atividades de avaliação e superação das incertezas do ambiente por parte da administração. É crescente o interesse em assegurar que a empresa tenha estratégias adequadas e que estas sejam confrontadas com os resultados reais. Apesar de existirem especificidades de uma organização em relação à outra, quase que invariavelmente, o processo é dirigido a resultados de desempenho, a seus acionistas e à comunidade financeira.

Para Rappaport (1998, p. 395-418), a abordagem para a avaliação do planejamento estratégico orientado pela contabilidade convencional não esclarece se o planejamento estratégico criará valor para o acionista. Tomando-se o modelo de planejamento estratégico proposto por Certo & Peter (1993, p. 275), expresso na figura 2.4, abaixo, neste trabalho abordar-se-á a governança das empresas, na forma de suas práticas de gerência, quais sejam: estrutura de propriedade, *turnover* e remuneração de executivos, separação entre Conselho de Administração e quadro de executivos e ainda suas práticas estratégicas como ferramentas de maximização de desempenho financeiro da empresa.

Figura 2.4 - Modelo de processo de administração estratégica



Fonte: Adaptado de Certo & Peter (1993).

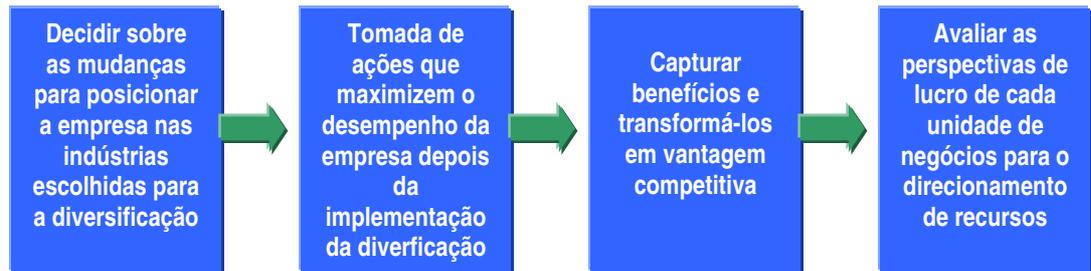
2.3.1 O desempenho e a estratégia de diversificação

Pesquisas recentes têm objetivado verificar a existência de associações entre estratégia de diversificação e o desempenho das empresas, ressaltando-se os trabalhos de Rumelt (1974), Palich, Cardinal & Miller (2000), Hoskisson & Hitt (1990) e, Mitton (2002).

Em uma empresa de negócio único, a gerência tem de lutar com apenas um ambiente de indústria e saber como competir com sucesso; em uma empresa diversificada,

os gerentes têm de elaborar planos estratégicos de vários negócios que competem em diversos ambientes da indústria. A tarefa de elaboração da estratégia corporativa para uma empresa diversificada envolve as fases sumarizadas nesta Figura 2.5.

Figura 2.5 - Processo de elaboração de estratégia para empresa diversificada

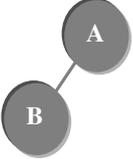
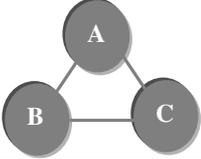
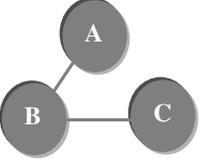
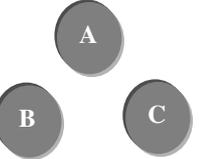


Fonte: Adaptado de Thompson & Strickland III (2000).

Assim como mostrado nessa Figura 2.5, a última fase do processo de elaboração da estratégia de uma empresa diversificada aprecia os níveis de desempenho financeiro alcançados com a adoção de determinado posicionamento estratégico, sendo o desempenho fator norteador para correções de posicionamento.

Neste trabalho, a concepção de estratégia corporativa, que será utilizada para a noção de categorias de estratégias de diversificação, é derivada do trabalho seminal de Rumelt (1974, p. 10). Diversificação pode então ser vista como função das decisões da alta administração, as quais são fundamentais para o futuro da empresa e como a causa de problemas de coordenação, planejamento e controle nos altos níveis administrativos. Em outras palavras, como estratégias. A tipologia de diversificação sugerida por Rumelt (1974) está sumarizada no Quadro 2.2, a seguir.

Quadro 2.2 - Níveis e tipos de diversificação

Nível de Diversificação	Impacto nas Receitas da Empresa	
Níveis Baixos de Diversificação Negócio único:	Mais de 50% das receitas vêm de um único negócio.	
Negócio dominante:	Entre 70% e 95% das receitas vêm de um único negócio.	
Níveis de Diversificação Moderados a Elevados Relacionados restritos:	Menos de 70% das receitas vêm dos negócios dominantes e todos os negócios compartilham de vínculos de produtos, tecnológicos e de distribuição.	
Relacionados vinculados (relacionados mistos e não-relacionados).	Menos de 70% das receitas vêm dos negócios dominantes e há somente vínculos limitados entre os negócios.	
Níveis de Diversificação muito Elevados Não-relacionados	Menos de 70% das receitas vêm dos negócios dominantes e não há vínculos comuns entre os negócios.	

Fonte: Adaptado de Hitt et al. (2000, p. 235).

Nesse estudo, Rumelt (1974) testou a eficiência de cada uma das estratégias de diversificação e concluiu que os Produtos Dominantes e os Relacionados são estratégias ótimas. Os dados indicaram que existe uma relação entre estratégias de alto nível e desempenho financeiro. Em empresas diversificadas, cada unidade de negócios escolhe uma estratégia de nível de negócios a ser implementada para atingir competitividade estratégica e ganhar retornos acima da média, ou seja, criar valor.

Mas as firmas diversificadas também devem escolher uma estratégia que se preocupe com a escolha e administração de seus negócios. Assim, a estratégia de nível

corporativo¹⁷ é uma ação posta em prática para ganhar uma vantagem competitiva por meio da escolha e administração de um composto de negócios que competem em diversas indústrias ou mercados de produto (HITT et al., 2002, p. 232).

2.3.1.1 Os níveis de diversificação

As firmas que procuram o posicionamento de baixa diversificação concentram esforços num único negócio ou em um negócio dominante. Uma firma é classificada como um negócio único, quando as receitas geradas pelo negócio dominante são maiores que 95% das vendas totais (RUMELT, 1974, p. 10). Negócios dominantes são firmas que geram entre 70% e 95% de suas vendas totais dentro de uma única categoria.

Já as firmas que possuem mais de 30% de seu volume de vendas fora de um negócio dominante e com seus negócios de alguma maneira relacionados, pode-se dizer que são companhias diversificadas relacionadas. Existindo vínculos mais diretos entre os negócios, elas são chamadas relacionadas. Caso haja somente alguns vínculos entre os negócios, serão classificadas como um negócio relacionado e não-relacionado misto, ou uma firma vinculada relacionada, como visto anteriormente apresentado no Quadro 2.2.

2.3.1.2 Por que diversificar

As empresas que utilizam estratégia de diversificação o fazem por uma diversidade de motivos. Existem incentivos, recursos e motivos administrativos para diversificar. Os incentivos para a diversificação vêm tanto do ambiente externo como do ambiente interno de uma firma. Muitas vezes, a diversificação é implementada para impedir perda de valor por parte da firma.

¹⁷ Para Brush, Bromiley & Hendrickx (1999, p. 519-547), espera-se que a estratégia de nível corporativo contribua para os retornos de todas as unidades de negócios e, em certa medida, ultrapasse aqueles retornos que existiriam sem a implementação dessa estratégia.

Entre os incentivos externos à firma incluem-se as regulamentações antitruste e as leis fiscais. Entre os incentivos internos estão incluídos o baixo desempenho, fluxos de caixa futuros incertos e uma redução global do risco para a firma. A presente pesquisa examinará fundamentalmente os incentivos internos. O Quadro 2.3, abaixo, sumariza os motivos, incentivos e recursos que podem impulsionar diversificação das atividades da empresa.

Quadro 2.3 - Motivos, incentivos e recursos para diversificação

Motivos para melhorar a competitividade estratégica	Economias de Escopo Compartilhamento de atividades Transferência de competências Poder de mercado (diversificação relacionada) Bloquear competidores através da competição multiponto Integração vertical Economias financeiras (diversificação não-relacionada) Alocação eficiente de capital interno Reestruturação de negócios.
Incentivos e Recursos com Efeitos Neutros sobre a Competitividade Estratégica	Regulamentação antitruste Legislação fiscal Baixo desempenho Fluxos de caixa com futuro incerto Redução de risco para a firma Recursos tangíveis Recursos intangíveis
Motivos Administrativos (Redução de valor)	Diversificação do risco de emprego administrativo Aumento da remuneração administrativa

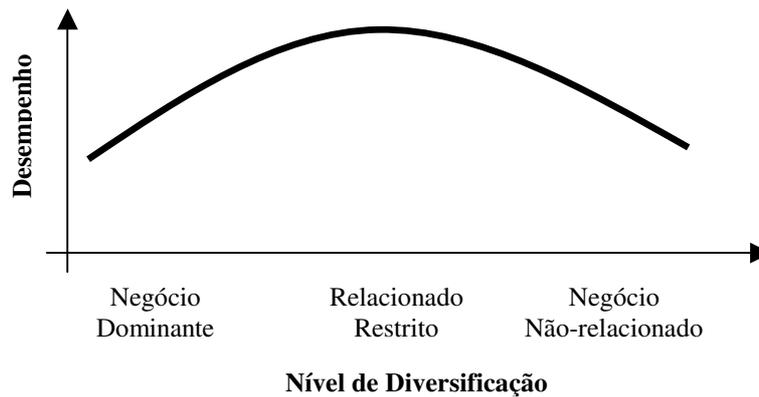
Fonte: Adaptado de Hitt et al. (2002, p. 238)

Para Rumelt (1974), um elevado desempenho elimina a necessidade de maior diversificação. Paralelamente, um baixo desempenho pode constituir um incentivo para a diversificação. Firms que exibem baixos níveis de desempenho frequentemente assumem riscos maiores (WISEMAN & GOMEZ-MEJIA, 1998, p. 133-153). Em contrapartida, Chang & Thomas (1989, p. 271-284) encontraram evidências de que baixos retornos estão associados com maiores níveis de diversificação.

O mau desempenho pode levar a uma maior diversificação, especialmente na disponibilidade de recursos para perseguir essa meta. Por outro lado, uma série de retornos ruins depois de uma diversificação adicional pode diminuir o ritmo das diversificações.

Palich, Cardinal & Miller (2000, p. 155-174) sugerem que pode existir uma relação curvilínea global entre diversificação e desempenho, assim como ilustra a Figura 2.6, a seguir.

Figura 2.6 - Relação curvilínea entre diversificação e desempenho



Fonte: Palich, Cardinal & Miller (2000).

Segundo Gibbs (1992, p. 15), o valor da firma é maximizado no ponto onde o retorno marginal de uma diversificação adicional é zero. Porém, alguns gerentes com fluxos de caixa livres continuam a diversificar além do ponto ótimo; portanto, podem destruir valor dos acionistas.

Partindo desse raciocínio, Hitt et al. (2002, p. 262) argumentam que quanto maiores forem os incentivos e mais flexíveis forem os recursos, maior será o nível de diversificação esperada, isso poderia ser verificado pelo relacionamento entre participação dos executivos nos lucros e os níveis de diversificação dos negócios apresentados pelas empresas.

2.4 A diversificação e a governança

Os motivos para diversificar existirão mesmo que incentivos e recursos sejam insuficientes. A redução do risco administrativo, isto é, risco de perda de emprego dos gerentes de alto nível e o desejo por maiores remunerações (risco de redução de renda), podem ser motivos para iniciativas de diversificação (CANNELLA Jr. & MONROE, 1997, p. 213-237). Os executivos corporativos podem diversificar uma firma com o objetivo de mitigar o seu risco de emprego. Para Gray & Cannella Jr. (1997, p. 517-540), a diversificação também oferece aos executivos benefícios, dos quais os acionistas não usufruem. Diversificação e tamanho da firma são altamente correlacionados e à medida que o tamanho aumenta, o mesmo acontece com a remuneração dos executivos.

Os diretores executivos de uma empresa podem impulsionar processos de diversificação das atividades de uma empresa por diferentes motivos, dentre os quais se destacam: a redução do risco do emprego e outros benefícios privados (AGGARWAL & SAMWICK, 2003). Um tipo de benefício privado advindo da diversificação seria a prospecção de uma carreira futura. Assim, um gerente pode demandar benefícios não pecuniários diversificando a empresa. Poder, prestígio e *status* social são exemplos de benefícios não pecuniários, na opinião de Stulz (1990). O *status* social depende de quão bem é conhecido o executivo nos diferentes ambientes e linhas de negócios. Dessa forma, a percepção de poder, prestígio e *status* social podem induzir o executivo a diversificar as atividades da empresa. À medida que uma organização cresce, tende a tornar-se mais complexa do ponto de vista organizacional, nessa situação, em que o executivo pode sentir maior necessidade de se *entrincheirar* em sua posição, via diversificação, tornando mais dispendioso o *turnover* desse executivo.

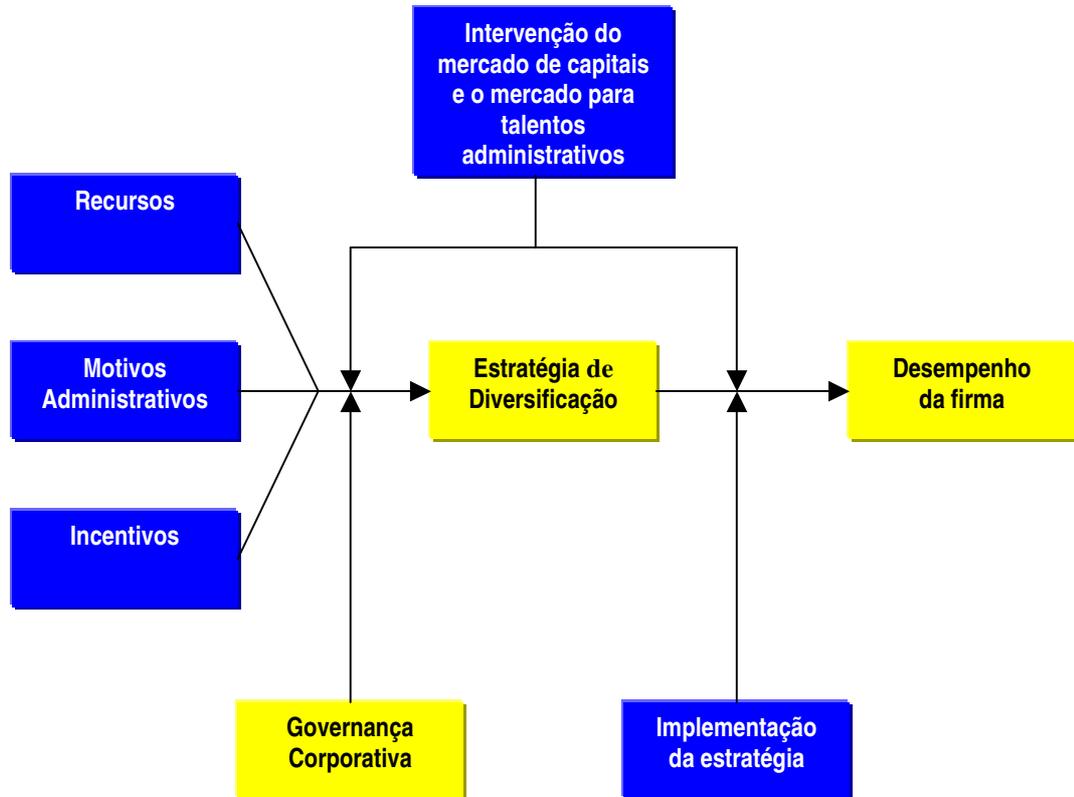
Firmas grandes possuem administração mais complexa, exigindo maiores habilidades do administrador, traduzindo-se em remunerações de maior valor. Esse nível

diferenciado de remuneração pode induzir o executivo a imprimir maiores níveis de diversificação, podendo chegar a comprometer o desempenho financeiro da firma. Em tal situação, os mecanismos de governança corporativa assumem papel essencial. Os conselhos de administração, a monitoração por parte dos acionistas, e o próprio mercado exercem poder de limitação às tendências de superdiversificação.

Em situações em que os mecanismos de governança não sejam bastante atuantes para controlar as decisões dos executivos, os gerentes podem diversificar as atividades da empresa a ponto de que a firma deixe de ganhar até mesmo os retornos médios (HOSKISSON & TURK, 1990, p. 459-477). Em síntese, os mecanismos de governança devem atuar desestimulando esse tipo de ação dos executivos, que objetiva simplesmente ganhos administrativos, podendo afetar significativamente o desempenho financeiro da empresa.

O nível de diversificação que se pode esperar que proporcione maior efeito positivo sobre o desempenho (competitividade estratégica e ganhos acima da média), baseia-se parcialmente na forma como a interação entre recursos, motivos administrativos e incentivos afeta o posicionamento estratégico de diversificação especialmente. Em outras palavras, os mecanismos de governança são decisivos para o nível e o tipo de diversificação a ser adotada. Essa idéia é ilustrada na Figura 2.7, a seguir.

Figura 2.7 - Modelo resumido da relação entre desempenho da firma e diversificação



Fonte: adaptado de Hitt et al. (2002).

As estratégias de diversificação podem melhorar a competitividade estratégica de uma firma e contribuir para que ela alcance maiores retornos financeiros. A diversificação deve ser comprometida pelos mecanismos de governança, porque os gerentes também possuem motivos para fazer a firma crescer consideravelmente por meio de diversificação.

Denis, Denis & Sarin (1997, p. 135-160), em um trabalho que envolveu diversificação, problemas de agência e valor de mercado das firmas, concluíram que a diversificação está associada à redução do valor das firmas, o que é consistente com os trabalhos de Berger & Ofek (1996, p. 39-65), Lang & Stulz (1994, p. 1248-1280), Servaes (1996, p. 1201-1225) e Rogers (2001, p. 1-32), os quais ainda encontraram correlação negativa da diversificação com o *turnover*.

O capítulo que se segue expõe a metodologia empregada nos trabalhos de desenvolvimento desta pesquisa, onde explicitar-se-ão as fases e táticas, estratégias, técnicas operacionais referentes a amostragem, coleta e análise de dados.

3

Metodologia

O capítulo anterior apresentou a base teórica que fundamenta a proposta central deste trabalho, ou melhor, a de que as boas práticas de governança corporativa, bem como as estratégias de diversificação empregadas pelas empresas podem mostrar algum relacionamento com o desempenho financeiro das empresas. Neste capítulo, será descrita a metodologia que serviu de base analítica para a dissertação. Serão apresentadas a proposta central da pesquisa e suas delimitações teóricas. As opções metodológicas objetivam servir de suporte à análise e interpretação das evidências face à natureza do problema.

Também serão expostos os elementos fundamentais da estratégia de investigação, os instrumentos de coleta de dados, as fontes de dados e os mecanismos de análise, permitindo, assim, o acompanhamento da forma como foi desenvolvida a pesquisa.

3.1 Método de abordagem

O método é caracterizado por uma abordagem mais ampla, em níveis de abstração mais elevados, dos fenômenos naturais e sociais. O método de abordagem pode então assumir diversas classificações. Aqui, todavia, utilizou-se uma abordagem lógico-

dedutiva¹, na qual está presente a percepção de uma lacuna nos conhecimentos, e, pelo processo de inferência dedutiva, testa-se a ocorrência de fenômenos².

3.2 Delineamento da pesquisa

O delineamento da pesquisa consiste em uma descrição simplificada da forma como os trabalhos foram conduzidos. Não existe um método totalmente apropriado para ser aplicado a um estudo, o que existe é a coerência com o problema e com os objetivos da pesquisa, assim como com as limitações de recursos para a realização do estudo (OPPEHEIM, 1993).

Pode-se classificar este trabalho como sendo uma pesquisa quantitativa conclusiva causal, de origem positiva, do setor lucrativo, delineada de forma corte seccional. Aqui, empregaram-se, concomitantemente, os métodos histórico e estatístico.

A pesquisa conclusiva fornece informações que possibilitam aos interessados avaliar e selecionar cursos de ação. Ela é tipicamente mais formal e estruturada do que a pesquisa exploratória, sendo normalmente desenvolvida com amostras bastante representativas. Para Malhotra (2001), os achados de pesquisas desse tipo são considerados conclusivos, dado ao fato de serem utilizados como referência em processos gerenciais.

¹ Veja modelo esquemático lógico dedutivo na figura 3.2.

² Além do Método de abordagem aqui adotado, segundo Lakatos (2001), são: a) método indutivo – cuja aproximação dos fenômenos caminha geralmente para planos cada vez mais abrangentes, indo das constatações mais particulares às leis e teorias (conexão ascendente); b) método dedutivo – que, partindo de teorias e leis, na maioria das vezes prediz a ocorrência dos fenômenos particulares (conexão descendente); c) método dialético – que penetra o mundo dos fenômenos através de sua ação recíproca, da contradição inerente ao fenômeno e da mudança dialética que ocorre na natureza e na sociedade.

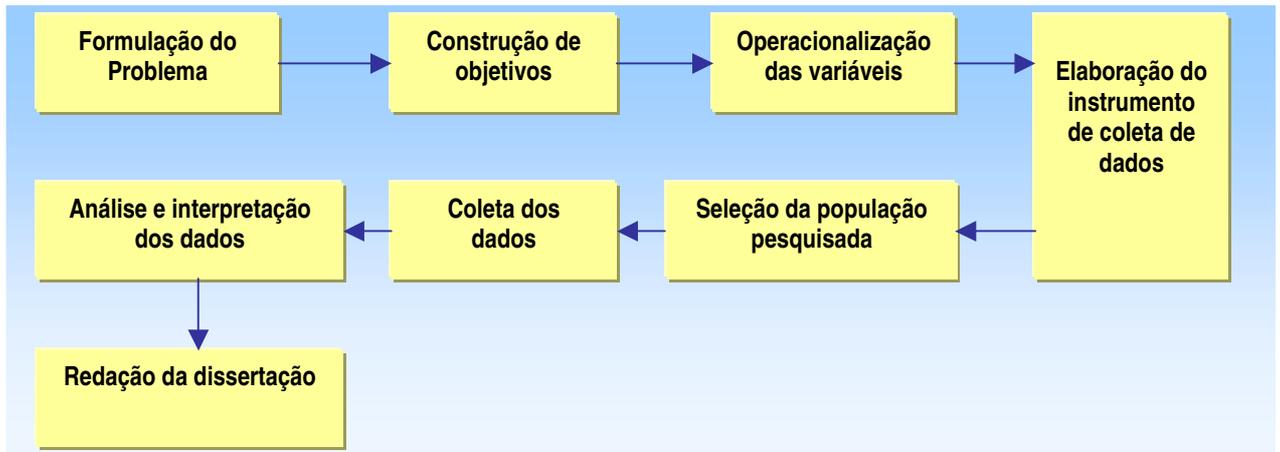
Partindo da idéia de que as conclusões advindas deste estudo poderão contribuir para melhor entender o comportamento das estruturas de governança corporativa, assim como das práticas de estratégias de diversificação de empresas brasileiras, as quais têm por objetivo precípua o lucro, esta pesquisa pode ser vista como do setor lucrativo (KOTLER, 1972). Ainda seguindo a classificação proposta por Kotler (1972), esta pesquisa pode ser vista como positiva, pelo fato de o estudo procurar descrever, explicar e entender um fenômeno: a interação entre governança corporativa, estratégias de diversificação e desempenho financeiro das empresas.

A pesquisa é considerada de corte-seccional múltiplo por ter um mesmo conjunto de empresas pesquisadas em três momentos diferentes, os anos de 1999 a 2001. A preocupação em observar vários momentos das empresas dá-se principalmente pelo fato de tentar minimizar prováveis distorções que momentos político-econômicos possam conferir aos dados coletados, conseqüentemente, levando a conclusões equivocadas, o que pode comprometer a confiabilidade dos resultados obtidos no estudo.

3.2.1 Etapas da dissertação

Buscando-se sistematizar e também conferir maior eficiência à pesquisa desenvolvida, tornou-se imperativo adotar uma seqüência de procedimentos, tomando-se comportamentos alternativos quando necessário. Contudo, à luz da problemática identificada e conforme os objetivos aqui propostos, os trabalhos desenvolveram-se segundo a seqüência ilustrada nesta Figura 3.1.

Figura 3.1 - Fluxograma de procedimentos gerais utilizados na pesquisa



Fonte: Adaptado de Gil (1996).

3.3 Definição teórica e operacional das variáveis envolvidas no estudo

Para o tratamento dos dados e a realização dos testes de hipóteses, foram empregadas sete variáveis de governança corporativa, duas variáveis de estratégia de diversificação, cinco variáveis de desempenho financeiro e uma variável de controle³. As definições operacionais das variáveis utilizadas no estudo⁴ são:

³ Perobelli & Famá (2003, p. 13) chamam a atenção para a influência do tamanho das empresas para sua diversificação e o conseqüente desempenho financeiro. Segundo esses dois autores, "...empresas maiores tendem a apresentar maior acessibilidade aos recursos financeiros e maior diversificação de seus negócios, o que resulta em menor probabilidade de dificuldades financeiras e, conseqüentemente, em menores custos de endividamento." Também seria relevante incluir uma variável de controle que indicasse o setor de atividade da empresa, dadas as especificidades que cada tipo de atividade industrial pode comportar. Porém, assim como no estudo de Farjoun (1998, p. 620), empregar tal variável com um número considerável de setores industriais certamente reduziria o número de graus de liberdade para o ferramental estatístico proposto.

⁴ Vide quadro 3.3.

3.3.1 Governança corporativa

Assim como em Silveira (2002, p. 69), partiu-se da premissa de que o conselho de administração pode afetar a eficiência das decisões tomadas pela alta administração da empresa, o que, conseqüentemente refletirá no próprio desempenho empresarial. Nesta pesquisa, utilizaram-se três variáveis relacionadas à atividade do conselho de administração, cuja finalidade principal é representar os acionistas perante a administração:

- **Independência do presidente do conselho de administração (INDPR)**, isto é, a não ocorrência de superposição do cargo de presidente do conselho e exercício de atividade como diretor executivo – é representada por uma variável dicotômica em que: $INDPR = 1$, se os cargos de diretor executivo e presidente do conselho de administração forem ocupados por pessoas distintas, ou seja, se o presidente é independente; $INDPR = 0$, se os cargos forem ocupados pela mesma pessoa, isto é, presidente não independente;
- **Independência do conselho de administração (INDCO)**, ou melhor, a isenção de atividades na diretoria executiva por parte dos conselheiros da empresa – é a diferença entre a proporção de membros não executivos (externos) e membros executivos (internos) no conselho, dada pela equação:

$$INDCO = \left(\frac{EXT}{TAMC} \right) \quad [3]$$

em que INDCO representa o grau de independência do conselho de administração; TAMC expressa o tamanho do conselho; EXT é o número de membros não executivos da empresa (externos) no conselho;

- **Tamanho do conselho de administração (lnTAMC)** – é dado pelo logaritmo natural do total de membros do conselho de administração.

Outras variáveis de governança corporativa foram igualmente empregadas:

- **Transparência (TRANSP)** – segundo as boas práticas de governança recomendadas pela literatura internacional, a empresa pode atingir níveis diferenciados de desempenho, se for percebida pelo mercado como transparente, assim como visto em Srouf (2002) e em Mitton (2002), recebeu TRANSP = 1 se a empresa foi auditada por uma das *big five* e TRANSP = 0, se não possuiu suas demonstrações financeiras examinadas por uma dessas grandes empresas de auditoria;
- **Participação dos diretores executivos nos lucros da empresa (PART)** – uma das maneiras possíveis de se tentar administrar conflitos de interesses entre acionistas e diretores executivos é a adoção de alguns incentivos aos agentes, isto é, pode-se incorrer em alguns custos de agência com a intenção principal de estimular os executivos a agirem segundo os interesses dos acionistas. Essa variável é dicotômica e recebeu valor de PART = 1, se os diretores executivos participaram dos lucros da empresa e PART = 0 se os executivos não participaram dos lucros da empresa;
- **Turnover de diretores executivos (TURN)** – segundo Volpin (2002), sistemas de governança eficientes devem penalizar os executivos que não apresentam desempenho satisfatório. Logo, espera-se que após a substituição de executivos exista um certo acréscimo de desempenho. Esta variável consiste na proporção de executivos substituídos entre um período e o subsequente, em relação ao número total de diretores executivos, expresso pela equação [4], abaixo:

$$TURN_{it} = \frac{DE'_{it}}{DE_{it}} \quad [4]$$

em que $TURN_{it}$ representa o percentual de diretores executivos substituídos entre o t e o ano $t+1$, e DE'_{it} que é a quantidade de executivos da empresa que foram

substituídos entre o ano t e o ano $t+1$ e DE_{it} é o total de diretores executivos da empresa no ano t .

- **Concentração de poder de voto (CPOD)** – a literatura brasileira e a internacional defendem que a concentração do poder de voto constitui aspecto decisivo para a constituição dos mecanismos de governança corporativa. A relação de agência entre acionistas e executivos, assim como a constituição e a atuação do conselho de administração parecem estar intimamente ligadas à forma como o poder de voto está distribuído. Esta variável é dada pela soma dos percentuais das ações com direito a voto que cada um dos três principais acionistas detém, como pode ser visto na equação [5]:

$$CPOD = \sum_{i=1}^3 Z_i \quad [5]$$

em que Z é o percentual das ações com direito a voto que cada um dos acionistas possui.

3.3.2 Estratégia de diversificação

Segundo trabalhos constantes na literatura internacional, como os realizados por Rumelt (1974), Mitton (2002) e Rogers (2002), os mecanismos de governança utilizados pela empresa podem ter íntima ligação com as estratégias escolhidas pelos administradores. Empresas onde problemas de agência entre acionistas e administradores sejam consideráveis, podem ter maior propensão a diversificar produtos, fornecedores e/ou clientes.

A diversificação seria, então, uma tentativa dos diretores executivos de fazer o *hedge* dos seus empregos, podendo tal diversificação ultrapassar níveis que visem

especialmente à criação de valor para os acionistas, chegando a ocasionar efeitos inversos para o desempenho financeiro das corporações. Em resumo, dependendo da eficiência dos mecanismos de governança para disciplinar os diretores executivos, a diversificação ocorrerá de modo a acrescentar valor, nos casos em que as práticas de governança adotadas pela empresa não sejam capazes de monitorar seus diretores executivos, os quais poderão diversificar as atividades das empresas, visando preferencialmente seus interesses particulares.

A partir dessa linha teórica, foram utilizadas duas variáveis para expressar a adoção de estratégias de diversificação de produtos e de fornecedores por parte das empresas estudadas:

- **Concentração de produtos (CPROD)** – é a soma dos percentuais ocupados por cada um dos três produtos mais representativos na receita líquida da empresa, dado pela equação [6]:

$$CPROD = \sum_{i=1}^3 Y_i \quad [6]$$

em que, Y é o percentual ocupado por um produto na receita líquida da empresa;

- **Índice de concentração de fornecedores (CFORN)** – é a soma dos percentuais ocupados por cada um dos três fornecedores mais representativos no total das compras realizadas pela empresa, dado pela equação [7]:

$$CFORN = \sum_{i=1}^3 X_i \quad [7]$$

em que, X é o percentual ocupado por um fornecedor no total das compras efetuadas pela empresa.

3.3.3 Desempenho financeiro

Partindo das idéias de que o objetivo precípua da empresa é proporcionar retornos para o(s) proprietário(s) e que, para manter as atividades empresariais em curso adequado de operação, é necessário controlar os níveis de desempenho, ou seja, conforme é necessário saber como a empresa ‘está indo’ (HARBOUR, 1997).

Assim, para mensurar o desempenho financeiro das empresas, utilizou-se estas cinco variáveis:

- **Crescimento das vendas líquidas (CRESC)** – é conveniente estimar qual o comportamento dos níveis de vendas da empresa, já que é por meio da atividade de venda a empresa entrega seus bens e serviços produzidos aos seus clientes, o que é dado pela expressão [8]:

$$CRESC = \frac{VL_t - VL_{t-1}}{VL_{t-1}} \quad [8]$$

- **Índice Q de Tobin (Q)** - Em diversas aplicações, finanças em especial, o *Q* de Tobin médio é utilizado como *proxy* para o valor da firma. Dessa forma, procura-se criar um parâmetro de desempenho. Uma parcela considerável dos trabalhos empíricos existentes inclui o *Q* de Tobin como uma variável dependente, procurando relações de causalidade entre o valor da firma e uma gama de outras variáveis.

Trabalhos envolvendo estratégias de diversificação e o *Q* de Tobin são presentes na literatura, Wernerfelt & Montgomery (1988); Lang & Stulz (1994); Lloy & Jahera (1994); Berger & Ofek (1996) e Steiner (1996) são exemplos do reconhecimento da comunidade acadêmica na validade desse índice.

Famá & Barros (2000, p.27) chamam a atenção para a estimativa da variável, que precisa ser feita a partir de dados reais, o que envolve importantes considerações metodológicas. Existem diversas metodologias para cálculo do *Q* de Tobin, como as

propostas por Kaldor (1966); Howe & Vogt (1996); Hayashi (1982) e Lindenberger & Ross (1981). Algumas delas, com maior grau de complexidade, exigem a disponibilidade de informações que, no Brasil, são de acesso bastante dificultoso.

Aqui será adotada a metodologia proposta por Chung & Pruitt (1994, p. 70-74) para o cálculo do Q de Tobin, a qual é de fácil implementação. Segundo afirma Famá & Barros (op cit), Chung & Pruitt (1994) comparam seu método de estimação com o desenvolvido por Lindenberger & Ross (1981), os quais, a partir de dez diferentes amostras de empresas norte-americanas, entre os anos 1978 e 1987, concluíram que, na pior das hipóteses, seu modelo explica pelo menos 96,6% dos valores para o Q de Tobin.

Chung & Pruitt (1994) definiram um “ Q aproximado” simplesmente como mostra a equação [9]:

$$Q = \frac{VMA + D}{AT} \quad [9]$$

em que VMA é o valor de mercado das ações negociadas em bolsa. VMA é calculado, simplesmente, multiplicando-se o número de ações da firma por seu preço cotado na bolsa de valores, de forma idêntica ao método proposto por Lindenberger & Ross (1981). AT é o ativo total da firma avaliado por seu valor contábil. D é definido por:

$$D = [VCPC - (VCAC + VCE) + VCDLP] \quad [10]$$

em que $VCPC$ é o valor contábil dos passivos circulantes da firma, $VCAC$ é o valor contábil de seus ativos circulantes, VCE é o valor contábil dos estoques e $VCDLP$ é o valor contábil das dívidas de longo prazo. O valor de reposição dos ativos é aproximado por AT , e D representa as dívidas de curto prazo menos os ativos circulantes mais líquidos somadas ao valor contábil das dívidas de longo prazo. Tal procedimento não exige séries de tempo para os dados das empresas nem estimativas de mercado (com exceção de VMA). Dessa

forma, o Q pode ser facilmente calculado a partir de informações simples, encontradas nas demonstrações financeiras de quaisquer empresas.

A opção pelo Q de Tobin deve-se à observância da prática comum no meio científico, nacional e internacional, para mensuração dessa variável, como visto nos diversos estudos anteriormente citados. Famá & Barros (2000, p. 27-43) discutem as principais aplicações do Q de Tobin em finanças. Tais autores defendem que o uso dessa medida vem crescendo nos meios científicos e não dão sinal de desaceleração.

A aplicação dessa variável deve ser estimulada em consequência de diversos fatores, como crescimento do poder de processamento de dados disponível, crescimento dos mercados financeiros e o maior acesso dos pesquisadores aos dados das empresas. Carmona & Santana (2002, p. 3) argumentam que as empresas têm um incentivo para investir quando o Q é superior a 1, indicando que existem probabilidades razoáveis de crescimento. Por outro lado, espera-se que tais empresas mantenham uma certa vantagem competitiva em relação a outras que exibem baixos valores para o Q .

- **Taxa de mudança no EBIT (MEBIT)** - dada pela expressão [11]:

$$MEBIT = \frac{EBIT_t - EBIT_{t-1}}{EBIT_{t-1}} \quad [11]$$

- **Retorno sobre o Patrimônio Líquido (RPL)** - Damodaran (2002, p.167) define esse índice como o retorno para investidores em ações. Utilizando-se o rendimento líquido como uma medida de retorno, tal índice possui seu valor calculado da seguinte maneira:

$$RPL = \frac{LL}{VCP} \quad [12]$$

em que LL é o valor do lucro líquido do período e VCP expressa o valor contábil médio do investimento em capital próprio de um projeto. O RPL possui limitações que afetam a medida de retorno sobre o capital investido. A primeira delas é o fato de ser dependente de

medidas contábeis de lucro e investimento, estando, assim, sujeita a mudanças em critérios contábeis. Além dessa limitação, o RPL tende a aumentar, com o passar do tempo, quando o valor contábil é depreciado, além de fornecer valores demasiadamente altos, quando um projeto não exige investimento inicial significativo. Ao eleger critérios a fim de que se utilize o RPL para medir desempenho financeiro de empresas, Damodaran (2002, p. 169) escreveu:

[...] pode ser utilizado com uma medida aproximada dos retornos que a empresa está obtendo sobre seus investimentos existentes ou ativos, desde que se mantenham os seguintes pressupostos:

- ✓ O lucro utilizado (operacional ou líquido) é o lucro obtido de projetos existentes e não é afetado por desembolsos projetados para possibilitar crescimento futuro (como despesas com pesquisa e desenvolvimento) ou perdas e ganhos isolados.
- ✓ Mais importante: o valor contábil dos ativos utilizados deve mensurar o investimento real que a empresa tem nestes ativos.
- ✓ A depreciação e outras despesas não monetárias que normalmente puxam para baixo o lucro são utilizados para os desembolsos de capital que mantêm o potencial existente de lucro dos ativos existentes [...]

Seguindo essa linha de raciocínio, para o acionista, uma empresa que expressa um retorno sobre o patrimônio líquido que excede seu custo de capital próprio pode ser vista como obtendo desempenho superior para seus acionistas, enquanto que uma empresa que não consegue comportar-se dessa maneira está patrocinando atividades que minimizam a riqueza dos acionistas.

- **Retorno sobre o Ativo (ROA):** Para Iudícibus (1998, p. 88), expressar a rentabilidade em termos absolutos tem uma utilidade informativa bastante reduzida. Afirmar que uma empresa obteve lucro de um certo valor monetário pode impressionar pela sua magnitude, ao denunciar que pode tratar-se de uma grande empresa, porém, deve-se relacionar o lucro de um empreendimento com algum valor que expresse a “dimensão” relativa do mesmo, para realizar uma avaliação mais apurada do quão bem se saiu uma empresa em determinado período. Dessa forma, calculou-se o valor para a rentabilidade do ativo segundo a equação [13]:

$$ROA_{it} = \frac{LLAIR}{\frac{AT_{it} + AT_{it-1}}{2}} \quad [13]$$

em que *LLAIR* representa o lucro líquido após o imposto, *AT_{it}* representa o ativo total da empresa no ano *t* e *AT_{it-1}* representa o ativo total da empresa no ano *t-1*.

Conforme os objetivos desta pesquisa, a finalidade do presente estudo é verificar a possível existência de relacionamento significativo entre práticas de governança corporativa e estratégia de diversificação contra o desempenho financeiro alcançado pelas empresas brasileiras, segundo o que defende a literatura. Dessa maneira, o modelo geral utilizado foi o mostrado na equação [14], a seguir:

$$DF_i = \beta_{11} * TURN_i + \beta_{21} * PART_i + \beta_{31} * TRANSP_i + \beta_{41} * INDCO_i + \beta_{51} * INDPR_i + \beta_{61} * CPOD_i + \beta_{71} * CPROD_i + \beta_{81} * CFORN_i + \beta_{91} * \ln TAMC_i + \beta_{101} * (\ln TAMC)^2 + \varepsilon_i \quad [14]$$

Onde:

DF_i – variáveis de desempenho da *i*-ésima empresa: CRESC, Q, MEBIT, ROA ou RPL, segundo definido na subseção 3.3.3;

TURN_i – percentual dos diretores executivos da empresa substituídos ou suprimidos entre o ano *t-1* e o ano *t*;

PART_i – participação ou não dos diretores executivos nos lucros da empresa;

TRANSP_i – indica se a empresa foi ou não auditada por uma empresa de reconhecimento internacional no ano *t*;

INDCO_i – percentual do total de conselheiros que não desenvolve suas atividades simultaneamente com cargos de diretor executivo da empresa durante o ano *t*;

INDPR_i – indica se o presidente do conselho de administração está isento ou não do exercício de atividades na diretoria executiva da empresa no ano *t*;

TAM_i – expressa o tamanho da empresa, segundo o total de seus ativos no ano *t*;

$CPOD_i$ – índice que indica a concentração de poder de voto da empresa no ano t ;

$CPROD_i$ – índice que aponta a concentração dos produtos oferecidos pela empresa;

$CFORN_i$ – índice que indica a concentração de fornecedores da empresa;

$\ln TAMC_i$ – expressa o logaritmo natural do número total de componentes do conselho de administração da empresa.

$(\ln TAMC)_i^2$ – é o termo quadrático da equação, expressa o quadrado do logaritmo natural do número total de componentes do conselho de administração da empresa.

A literatura que trata das práticas de governança corporativa e desempenho financeiro defende a existência de relacionamentos significativos. Esperou-se, então, a constatação de tais associações a partir dos dados obtidos para as empresas brasileiras.

Desse modo, esperou-se que os coeficientes de $TURN$, $TRANSP$, $INDCO$, $INDPR$ e $\ln TAMC$, fossem positivos e estatisticamente significativos, à luz daquilo que propõe a literatura. Os mecanismos de governança, em princípio, devem penalizar os diretores executivos que mostrarem desempenhos insatisfatórios. Assim, logo após uma substituição de membros dos quadros executivos (*turnover*), deveria ocorrer um certo ganho de desempenho, dessa maneira, o coeficiente de regressão da variável $TURN$ assumiria sinal positivo ($\beta_{11} > 0$).

A percepção de risco por parte de investidores, credores, clientes e fornecedores pode estar relacionada à forma como a empresa fornece informações ao mercado. Com isso, o grau de transparência da empresa pode constituir-se fator decisivo para minimizar o risco percebido pelo mercado em relação a uma certa empresa. A partir dessa idéia, a variável dicotômica $TRANSP$ foi esperada no modelo proposto com sinal

positivo ($\beta_{31}>0$), isto é, aquelas empresas que forem alvo de auditoria por parte de uma empresa de reconhecimento internacional, tendem a suscitar menor percepção de risco, refletindo tal situação com um desempenho financeiro superior.

Os conselhos de administração têm a finalidade precípua de representar os acionistas perante o quadro de diretores executivos. Assim como recomendam o IBGC e a CVM, deve esse organismo da empresa ser o mais independente possível de atividades afetas à rotina da diretoria executiva, sob pena de, em não o sendo, comprometer a eficiência de sua atuação. Dessa maneira, esperou-se que, quanto maior fosse a independência do conselho de administração, maior seria o desempenho financeiro da empresa. Logo, a variável INDCO teria um sinal positivo ($\beta_{41}>0$) no modelo proposto. Ainda nessa mesma linha de raciocínio, o presidente do conselho seguiria a mesma recomendação, isto é, a variável dicotômica INDPR foi esperada no modelo com sinal positivo ($\beta_{51}>0$).

Uma outra variável de governança esperada com sinal positivo na equação de regressão foi o tamanho do conselho, lnTAMC. Complementarmente, segundo recomendam o IBGC e a CVM, dever-se-ia constatar a adequação de um determinado número de conselheiros, o que, no modelo, surgiria na forma da significância estatística da variável $(\lnTAMC)^2$, isto é, o termo quadrático constante no modelo deve receber sinal negativo ($\beta_{101}<0$), para que se constate uma curva do tipo “U” invertido. Para a interpretação de modelos de regressão polinomial, é importante observar que “...O efeito parcial estimado deve ser determinado tomando a derivada da variável dependente com relação à variável independente...”. Logo, como não existe maneira de mudar TAMC sem mudar TAMC², para a regressão quadrática da forma $\gamma = \beta_1 \chi + \beta_2 \chi^2 + \varepsilon$, o efeito parcial não é β_1 , mas $\beta_1 + 2 \beta_2 \chi$, assim como ensina Neufeld (2003, p. 370).

Dessa forma, espera-se que, em existindo um tamanho ótimo para o conselho de administração, logo, ao derivar a equação [14] com respeito à variável $TAMC_i$, a condição de ótimo seria dada por:

$$\frac{d(DF_i)}{d(TAMC_i)} = \beta_{91} \cdot \frac{1}{TAMC_i} + \beta_{101} \cdot \frac{2 \ln(TAMC_i)}{TAMC_i} = \frac{\beta_{91} + 2\beta_{101} \ln(TAMC_i)}{TAMC_i} = 0 \quad [15]$$

E o tamanho ótimo do conselho seria dado pela expressão [16], a seguir:

$$TAMC_i = e^{\left(\frac{-\beta_{91}}{2\beta_{101}} \right)} \quad [16]$$

A diversificação das empresas, segundo a literatura, pode ocorrer mediante uma diversidade de fatores, que podem ser resultado de interesses pessoais dos executivos ou mesmo decisões equivocadas da administração. Espera-se que empresas extremamente diversificadas, mostrem desempenhos relativamente medíocres. Assim sendo, a concentração de produtos, $CPROD$, foi esperada com sinal positivo modelo ($\beta_{81} > 0$), da mesma forma da concentração de fornecedores, $CFORN$ ($\beta_{91} > 0$).

3.4 Coleta de dados

Nesta seção, será detalhada a parte prática da coleta de dados, descrevendo-se as características e a forma de aplicação da técnica escolhida, indicando, inclusive, como foram codificados e tabulados os dados obtidos, assim como ensina Lakatos (2001).

3.4.1 Meio de coleta de dados

Imediatamente após as pesquisas documental e bibliográfica, que tiveram o intuito de formar um marco teórico suficiente para melhor entender os construtos utilizados, realizou-se a coleta de dados.

Com o objetivo de constituir a base de dados que viabilizou o desenvolvimento dos trabalhos inerentes a esta pesquisa, foram realizados contatos com a CVM⁵ e com a Economática do Brasil. As empresas de capital aberto são obrigadas a remeter periodicamente à CVM relatórios financeiros, dentre os quais consta o IAN, Relatório de Informações Anuais, cujos dados foram empregados para a operacionalização de algumas variáveis envolvidas nos experimentos realizados aqui.

Por tratar-se de um conjunto de dados que não estava plenamente dotado de uma organização adequada à realização de pesquisas, foi necessário manipular a forma como são apresentados nos relatórios remetidos à Comissão de Valores mobiliários, o que está detalhado na seção 3.4.2, a seguir.

Além do IAN, também foi utilizado o banco de dados da Economática. Os dados necessários à operacionalização das variáveis de desempenho financeiro, aqui adotadas, foram facilmente obtidos a partir dessa fonte. Após selecionar as empresas participantes deste estudo, foi possível manipular os dados financeiros para cálculo das variáveis de desempenho financeiro com o uso da Planilha Excel, as quais posteriormente seriam utilizadas para realização dos testes estatísticos no *software* SPSS® 11.0.

⁵ Vide Anexos

3.4.2 Preparação da base de dados

De posse da base de dados da CVM, seguiu-se o *download* do Programa de acesso às informações de divulgação externa por parte das empresas de capital aberto, o DIVEXT 5.0, disponível no site da CVM, na rede mundial de computadores, o qual permitiu a visualização dos Relatórios. Procedeu-se, então, à impressão dos grupos de dados do IAN interessantes a esta dissertação, os quais se encontram reproduzidos nos Anexos 2, 3, 4 e, 5.

Posteriormente à impressão dos formulários selecionados, visando à operacionalização das variáveis: TRANSP, TURN, INDCO, INDPR, PART, CPROD e, CFORN, foram tomados os procedimentos detalhados no quadro 3.1, apresentado a seguir.

Quadro 3.1 - Procedimentos de preparação da base de dados

Formulário do IAN	Variável obtida	Tratamento realizado
Grupo 01 – Quadro 05 Referência/Auditor	TRANSP	Verificação do Auditor responsável pelas contas da empresa. Na tabulação dos dados recebeu valor = 1, se é uma <i>big five</i> (KPMG, Deloitte, Ernst & Young, Price Water House Coopers e Arthur Andersen) e valor = 0, se não é uma <i>big five</i> .
Grupo 02 – Quadro 01 Composição Atual do Conselho de Administração e Diretoria	(a) TURN (b) INDCO (c) INDPR (d) TAMC	Esse formulário serviu para a operacionalização de três variáveis: (a) <u>Turnover</u> Verificação das composições da Diretoria da empresa e comparação entre cada uma delas, sendo realizado tal trabalho com os dados de 1998 até 2001, atestado o percentual dos executivos substituídos ou movimentados de seus cargos entre um ano t-1 e um ano t. (b) <u>Grau de Independência do Conselho de Administração</u> Verificação da quantidade de conselheiros independentes em relação ao número total de componentes do Conselho de Administração da Empresa, isto é, a quantidade de conselheiros que pertenciam unicamente ao Conselho de Administração em relação ao total de Conselheiros. (c) <u>Independência do Presidente do Conselho de Administração</u> Verificação da situação de independência do Presidente do Conselho, ou seja, constatar, com base nos dados, se o Presidente do Conselho pertencia unicamente ao Conselho ou se também ocupava lugar na Diretoria. Na tabulação dos dados recebeu valor = 1, se o Presidente era independente e valor = 0, se o presidente não era independente. (d) <u>Tamanho do conselho de administração</u> É dado pelo número total de membros.
Grupo 07 – Quadro 01 Remuneração e Participação dos Administradores no Lucro	PART	Verificação da situação de participação nos lucros da empresa por parte dos administradores. Na tabulação dos dados recebeu valor = 1, se os administradores participaram dos lucros do exercício financeiro e valor = 0, se os administradores não participaram dos lucros do exercício financeiro.
Grupo 10 – Quadro 01 Produtos e Serviços Oferecidos	CPROD	Verificação da representatividade percentual de cada produto na composição da receita líquida da empresa em cada exercício financeiro. Para efeito da composição do índice de concentração da receita líquida, foi tomada a soma dos percentuais dos três produtos mais representativos em termos de contribuição para o total das vendas realizadas pela empresa em um ano.
Grupo 10 – Quadro 02 Matérias primas e Fornecedores	CFORN	Verificação da representatividade percentual de cada fornecedor na composição das compras realizadas pela empresa em cada exercício financeiro. Para efeito da composição do índice de concentração de fornecedores, foi tomada a soma dos percentuais dos três principais fornecedores.

3.4.2.1 Verificação de *outliers* e distribuição normal dos dados

Antes de se iniciarem os testes estatísticos, procedeu-se a uma busca por *outliers* (valores extremos), os quais, para Levine, Bereson & Stephan (1998), podem dificultar a realização do tratamento estatístico na pesquisa. Quanto à distribuição normal dos dados, adotou-se o procedimento proposto por Hair et al. (1998, p. 72), o qual

recomenda que o valor de z , calculado segundo a equação [17], permaneça no intervalo de -2,58 a +2,58,

$$z_{skewness} = \frac{S}{\sqrt{\frac{6}{N}}} \quad [17]$$

em que, S representa o valor da estatística de assimetria da distribuição de frequência da variável e N expressa o número de observações. O procedimento realizado para obter distribuições aproximadamente normais, um dos pressupostos das técnicas estatísticas empregadas foi a exclusão de *outliers* mais distantes da média amostral, seguida do cálculo do escore z , como anteriormente mostrado na equação [17]. Em não ocorrendo a satisfação da condição anteriormente descrita para os valores do escore z , o próximo valor extremo mais distante do novo valor da média amostral (após a exclusão do *outlier* era calculado o novo valor da média) era excluído e o procedimento era reiniciado, até que o escore z atendesse ao intervalo recomendado por Hair et al. (1998), respeitando o limite de exclusão máximo de 10% das observações válidas para cada uma das variáveis. O quadro 3.2, a seguir, resume os percentuais de observações excluídas para cada uma das variáveis de desempenho, em cada um dos anos.

Quadro 3.2 - Demonstrativo dos percentuais das observações válidas para as variáveis de desempenho excluídas como *Outliers*

Variável de desempenho financeiro	Ano	Percentual excluído das observações válidas
CRESC	2001	0,00%
	2000	2,92%
	1999	0,00%
Q	2001	9,15%
	2000	8,05%
	1999	9,81%
MEBIT	2001	2,92%
	2000	1,17%
	1999	4,04%
ROA	2001	4,04%
	2000	2,33%
	1999	3,42%
RPL	2001	5,78%
	2000	5,81%
	1999	9,80%

Fonte: Dados da pesquisa (2003).

3.5 Delimitação do universo

O estudo foi de caráter censitário, ou seja, buscou-se coletar dados de todas as empresas manufatureiras, de capital aberto, listadas na bolsa de São Paulo, a Bovespa. Por ocasião do início da coleta de dados a Bovespa possuía 459 empresas listadas, das quais 289 encontravam-se com dados disponíveis no banco de dados da Economática. Dentre essas empresas, 168 pertenciam a algum dos setores industriais da economia que estavam distribuídas em 14 setores diferentes, conforme detalhado na tabela 3.1, a seguir.

Tabela 3.1 - Freqüência das empresas participantes da pesquisa por setor da economia

Setor	Freqüência	Percentual
Têxtil	26	15,5
Siderurgia e Metalurgia	23	13,7
Química	20	11,9
Veículos e Peças	18	10,7
Alimentos e Bebidas	14	8,3
Construção	12	7,1
Eletroeletrônicos	11	6,5
Outros	11	6,5
Máquinas Industriais	10	6,0
Papel e Celulose	8	4,8
Energia Elétrica	7	4,2
Mineração	3	1,8
Minerais não Metálicos	3	1,8
Petróleo e Gás	3	1,8
Total	168	100,0

Fonte: Dados da pesquisa (2003).

O setor industrial mais representativo no conjunto das empresas estudadas é o da indústria têxtil, responsável por mais de 15% das empresas participantes da pesquisa, seguido de perto pelos setores de siderurgia e metalurgia com 13,7% e, de química, com pouco mais de 11% das empresas estudadas. Os setores industriais que obtiveram representatividade percentual, no conjunto de empresas estudadas, inferior a 1,8% foram resumidos em um único grupo de indústrias, denominado *Outros*, que representou 11% do total de empresas constituintes do estudo.

Este conjunto de empresas foi escolhido porque:

- Segundo Viana (2002, p. 154), existe uma considerável gama de fatores que indicam que a indústria exerce papel decisivo na economia brasileira. No passado, para cada ponto percentual de crescimento da indústria, existiu 0,5% de incremento no nível de oferta de empregos;
- Com o avanço tecnológico, o emprego industrial cresce mais lentamente, porém há um imenso mercado para produtos de baixo custo, repercutindo no mercado de trabalho. Em contrapartida, a cadeia de prestação de serviços deve aumentar em todos níveis;

- O mercado de consumo brasileiro é o quinto maior do mundo se o critério for o número de habitantes;
- Proporciona maior homogeneidade da natureza da atividade operacional, otimizando a capacidade de conclusões acerca dos mecanismos de governança, posturas estratégicas e desempenho financeiro de empresas similares às que compõem o conjunto examinado;
- Alguns setores, como o de telecomunicações, podem sofrer interferências ambientais pontuais acentuadas, podendo, assim, comprometer as conclusões advindas da análise dos dados.

Viana (2002, p. 155) ainda expressou sua opinião acerca da relevância da indústria para a economia brasileira, de forma bastante clara, quando escreveu:

A lista é extensa e faz das possibilidades de expansão da indústria um trunfo para o presente e uma reserva de prosperidade para o futuro. Uma retrospectiva do período em que a indústria não passava de um sonho tenazmente perseguido é ilustrativa.

Nas primeiras etapas da colonização, a indústria brasileira era apenas um sonho. Da liliputiana fábrica de anzóis, ela evoluiu no século XVIII para as fundições ao lado dos engenhos de cana-de-açúcar, para as primeiras tecelagens que faziam as roupas dos escravos e para as lapidações e trabalhos com ouro. Não foi mais adiante por culpa da Coroa portuguesa.

As empresas que constituíram a base de dados analisada nesta pesquisa possuíam tamanho distribuído segundo apresenta a tabela 3.2, a seguir. Em 1999, o valor médio para o ativo total das empresas foi de R\$ 1.550.668,77 mil, subindo mais de 15% no ano de 2000, e chegando a um valor médio de R\$ 1.943.852,5440 mil em 2001, uma variação de 28,64% desde 1999 até 2001.

Tabela 3.2 - Estatísticas descritivas do tamanho das empresas estudadas (em Milhares de Reais)

Ano	N	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão
2001	159	1.566,00	71.068.900,00	1.943.852,5440	6.454.891,39022
2000	154	7.137,50	61.815.900,00	1.744.091,3734	5.769.177,86246
1999	156	8.483,00	48.375.800,00	1.550.668,7724	4.779.389,63635

Fonte: Dados da pesquisa (2003).

Quanto à origem do capital das empresas estudadas, nota-se ao ser examinada a Tabela 3.3, a seguir, que as empresas privadas nacionais, com um percentual médio próximo de 75% do total das empresas estudadas, representaram a maioria das empresas participantes da pesquisa.

Tabela 3.3 - Distribuição de frequência da classificação da origem do capital das empresas estudadas de 1999 a 2001

Ano	Origem do Capital	Frequência	Percentual Válido	Percentual Acumulado
2001	Privada Nacional	120	72,3	72,3
	Estrangeira	11	6,6	78,9
	Estatual	2	1,2	80,1
	Missing	33	19,9	100,0
	Total	166	100,0	
2000	Privada Nacional	128	78,5	78,5
	Estrangeira	9	5,5	84,0
	Estatual	2	1,2	85,3
	Missing	24	14,7	100,0
	Total	163	100,0	
1999	Privada Nacional	129	79,6	79,6
	Estrangeira	10	6,2	85,8
	Estatual	2	1,2	87,0
	Missing	21	13,0	100,0
	Total	162	100,0	

Fonte: Dados da pesquisa (2003).

A próxima seção expõe o tratamento estatístico realizado.

3.6 Tratamento estatístico

Após a coleta de dados, com vistas a atingir o objetivo principal desta pesquisa, empregou-se inicialmente a análise da distribuição de frequências das variáveis. Dessa maneira, estatísticas descritivas da amostra também receberam preocupação nesta primeira fase da análise dos dados. As medidas de tendência central e de dispersão foram avaliadas.

A variável de controle escolhida foi o tamanho de cada empresa.

O nível mínimo de significância exigido foi de 95%. Os dados estão apresentados em tabelas e quadros⁶, resultado do processamento dos dados em análises bivariada e multivarida. Para Cooper & Schindler (2003, p. 455), as regressões múltiplas são mais indicadas para três tipos de situações:

- (a) para desenvolver uma equação estimativa de autopeso, através da qual se podem prever valores para a variável dependente a partir de diversas variáveis explanatórias ou variáveis independentes;
- (b) quando se faz necessário o controle de variáveis de confusão para melhor avaliar a contribuição de outras variáveis;
- (c) quando se deseja testar e explicar teorias causais. Nessa abordagem, muitas vezes mencionada como *análise de caminho*, a regressão é usada para descrever uma estrutura completa de associações que partiram de uma teoria causal.

Para o tratamento estatístico dos dados, foi utilizado o pacote estatístico SPSS® (*Statistical Package for the Social Sciences*) versão 11.0, disponível no Laboratório de Informática do Programa de Pós-Graduação em Administração, da Universidade Federal de Pernambuco.

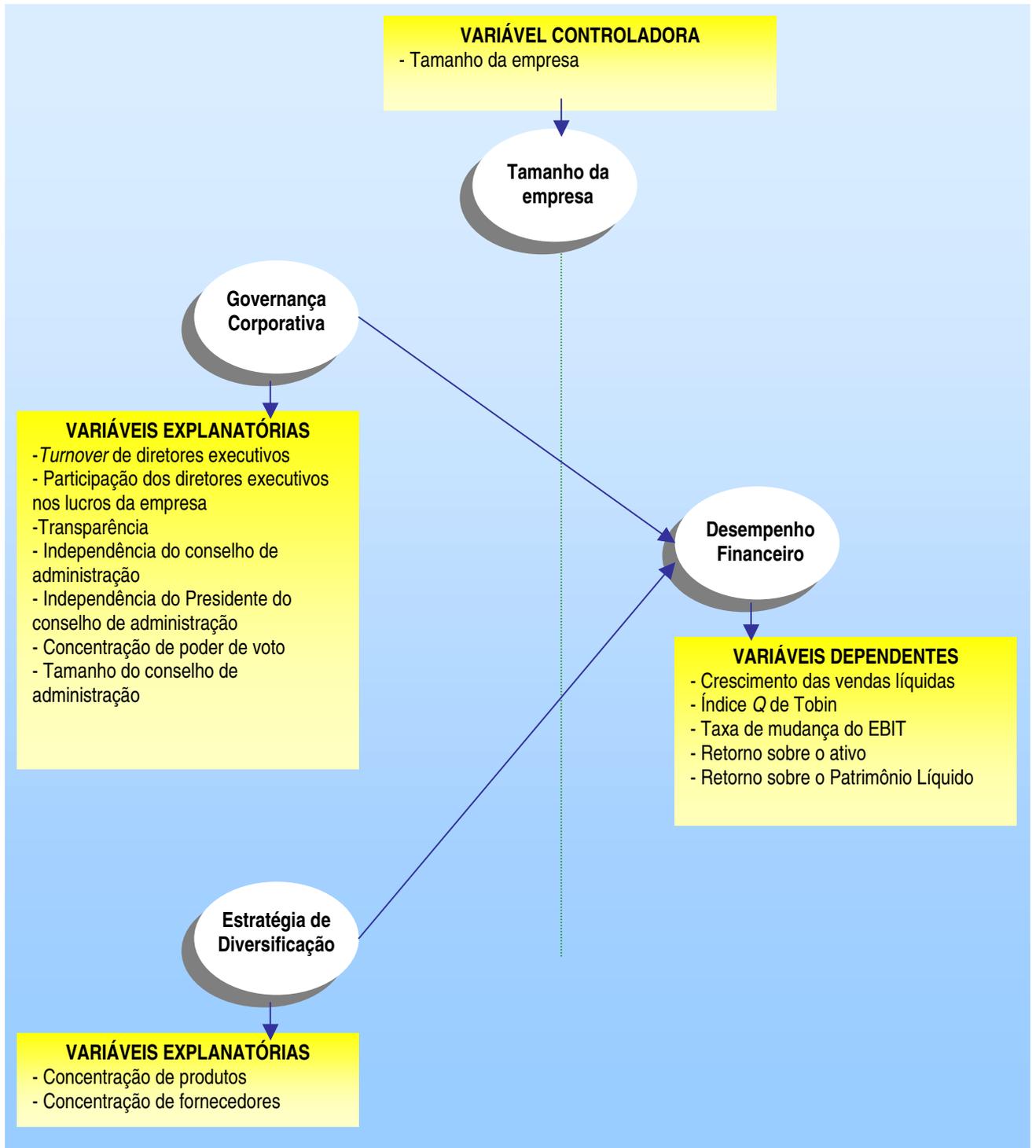
⁶ Vide Apêndices A, B e, C.

Quadro 3.3 - Descrição das variáveis empregadas nas análises

Variáveis		Fonte		Descrição
		Teórica	Operacional	
Variáveis de Desempenho Financeiro	CRESC	Siqueira (1998)	Economática	Taxa de crescimento da receita líquida ao ano, calculada por $[(Vendas_{t+1}) - (Vendas_t)] / Vendas_t$.
	Q	Chung & Pruitt (1994)	Economática	Índice Q de Tobin, <i>proxy</i> do valor de mercado da companhia calculada a partir do quociente entre o valor de mercado dos ativos da companhia e o valor de reposição dos ativos.
	MEBIT	Weston & Brigham (2000, p. 62)	Economática	Mudança no <i>earnings before interest and taxes</i> (EBIT) ajustado ao tamanho da firma. Mudança no EBIT = $[(EBIT_{it} - EBIT_{it-1}) / Tamanho_{it}]$
	ROA	Weston & Brigham (2000)	Economática	Retorno sobre o Ativo Total/Ativos Médios = $[(Lucro Líquido Após Imposto/Ativo Total_{it})] / \{[(Ativos Totais_{it} + Ativos Totais_{it-1})] / 2\}$
	RPL	Weston & Brigham (2000)	Economática	Retorno sobre o Patrimônio Líquido/Ativos médios = $[(Lucro Líquido Após Imposto/Patrimônio Líquido)] / \{[(Ativos Totais_{it} + Ativos Totais_{it-1})] / 2\}$
Variáveis de Governança Corporativa	TURN	Volpin (2002)	CVM	Variável que expressa a fração de executivos substituídos entre o ano <i>t-1</i> e o ano <i>t</i> .
	PART	Coughlan & Schmidt (1985)	CVM	Variável dicotômica que indica se os executivos participam dos lucros da empresa. Recebe valor = 1, se participam e valor = 0, se não participam.
	TRANSP	Mitton (2002) e Srouf (2002).	CVM	Variável dicotômica que recebe valor = 1, se a empresa é auditada por alguma das <i>big five</i> .
	INDCO	Bhagat & Black (2002)	CVM	<i>Proxy</i> que mede o grau de independência do Conselho de Administração da empresa. É expressa pela fração de Conselheiros que é independente, isto é, percentual do Conselho que não pertence simultaneamente ao Conselho de Administração e ao quadro de executivos da empresa.
	INDPR	Bhagat & Black (2002)	CVM	Variável dicotômica que indica a independência do Presidente do Conselho de Administração. Recebeu valor = 1, se o Presidente do Conselho de Administração não acumula função de diretor executivo em uma mesma empresa (presidente independente) e, valor = 0, se acumula cargo de presidente e de diretor executivo (presidente não – independente)
	CPOD	Siqueira (1998)	Economática	Grau de concentração de poder de voto da firma, medido pela soma dos percentuais das ações ordinárias sob poder de cada um dos três principais acionistas.
	InTAMC	Bhagat & Black (2002)	CVM	Logaritmo natural do número total de membros do Conselho de Administração da empresa no ano <i>t</i> .
	Variáveis de Estratégia	CPROD	Rumelt (1974)	CVM	Proxy que mede o grau de diversificação de produtos da firma. É dada pela soma dos percentuais das vendas realizadas pela empresa para cada um dos três principais produtos.
CFORN		Krause & Scannell (2002)	CVM	<i>Proxy</i> que mede o grau de diversificação de fornecedores da firma medido pela soma dos percentuais das compras realizadas pela empresa em cada um dos três principais fornecedores.
*	TAM	Perobelli & Famá (2003)	Economática	Logaritmo do Ativo Total expresso em Milhares de Reais

*Variável de controle

Figura 3.2 - Modelo geral da pesquisa



4

Resultados empíricos

Neste capítulo são apresentados os resultados obtidos a partir da análise dos dados relativos às 168 empresas participantes deste estudo, com dados do período de 1999 a 2001. Inicialmente, na seção 4.1, apresenta-se uma análise das estatísticas descritivas das variáveis: (4.1.1) de governança corporativa; (4.1.2) estratégia de diversificação de produto e de fornecedores e; (4.1.3) de desempenho financeiro, de forma a permitir um melhor entendimento do comportamento das variáveis ao longo do período analisado.

Posteriormente, as seções 4.2, 4.3 e 4.4 discutem os resultados obtidos para os anos de 2001, 2000 e 1999, respectivamente. Em cada uma dessas seções, observa-se a seguinte seqüência de análise: (a) inicialmente procedeu-se à análise bivariada dos dados, as matrizes de correlação destinam-se a analisar, de forma preliminar, a magnitude das relações lineares entre as variáveis de governança corporativa, estratégia de diversificação e de desempenho financeiro. Dessa forma, são comentadas as correlações estatisticamente significativas, mesmo que, por vezes, observados baixos valores para o coeficiente de correlação.

Na fase seguinte, após as análises de correlação, (b) são realizadas as análises de regressão múltipla, nas quais as variáveis de desempenho foram as dependentes e as de governança, assim como as de estratégia, consistiram nas variáveis explanatórias. Assim, são apresentados os modelos que se mostraram mais adequados aos pressupostos de um Modelo de Regressão Linear (MRL) na relação entre as variáveis de governança

corporativa, estratégia de diversificação e desempenho financeiro, conforme expressão [14]:

$$DF_i = \beta_{11} * TURN_i + \beta_{21} * PART_i + \beta_{31} * TRANSP_i + \beta_{41} * INDCO_i + \beta_{51} * INDPR_i + \beta_{61} * CPOD_i + \beta_{71} * CPROD_i + \beta_{81} * CFORN_i + \beta_{91} * \ln TAMC_i + \beta_{101} * (\ln TAMC)^2 + \varepsilon_i$$

Para Hair et al. (1998, p. 141-215) e na ótica de Pyndick & Rubinfeld (1998, p. 86); os pressupostos de um Modelo de Regressão Linear (MRL) para a regressão múltipla são:

1- o relacionamento entre a variável dependente e as variáveis explanatórias é linear e é dado pela expressão:

$$Y_i = \beta_1 + \beta_2 * \chi_{2i} + \beta_3 * \chi_{3i} + \dots + \beta_k * \chi_{ki} + \varepsilon_i$$

onde:

Y - variável dependente;

χ - variáveis explanatórias, com χ_{2i} representando a i -ésima observação sobre a variável explanatória χ_2 ;

β_1 - termo constante, o intercepto da equação;

2 – as variáveis χ (explanatórias) são não-estocásticas.

3 – o termo de erro possui valor esperado igual a zero para todas as observações:

$$E(\varepsilon) = 0;$$

4 – o termo de erro possui distribuição homocedástica, isto é, variância constante para todas as observações;

5 – os erros das diferentes observações são independentes e, portanto, não correlacionados;

6 – o termo de erro possui distribuição do tipo Normal.

4.1 Análise descritiva

A análise descritiva foi empregada preliminarmente para identificar o perfil geral das empresas estudadas, a partir de suas características relativas a estruturas de governança, estratégia de diversificação e desempenho financeiro.

4.1.1 Sobre as estruturas de governança das empresas

Aqui são apresentadas as estatísticas descritivas acerca das estruturas de governança das empresas estudadas. Examina-se: o tamanho dos conselhos de administração, o nível de independência dos conselhos, a independência dos presidentes de conselhos, o percentual de *turnover* de diretores executivos, a concentração de poder de voto, a transparência e ainda a participação dos diretores executivos nos lucros da empresa.

4.1.1.1 A alta administração

Para Jensen (1986), conselhos de administração com mais de sete ou oito membros possuem uma probabilidade menor de exercer sua finalidade principal de forma eficaz. Na tabela 4.1, pode-se observar a distribuição de frequência, por quintis, do tamanho dos conselhos de administração (TAMC) das empresas examinadas .

Tabela 4.1 - Distribuição de frequência do tamanho dos conselhos de administração por ano

Ano	Percentis						
	5	10	25	50	75	90	95
2001	3,00	3,00	4,00	6,00	8,25	12,00	14,00
2000	3,00	3,00	4,00	6,00	9,00	11,00	13,65
1999	3,00	3,00	4,00	6,00	9,00	11,30	13,65

Fonte: Dados da pesquisa (2003).

Na tabela 4.2, a seguir, pode-se verificar que o tamanho dos conselhos das empresas pesquisadas manteve-se praticamente estável desde 1999 até 2001, apenas exibindo uma leve redução do número médio de conselheiros em 3,58% ao longo do período analisado neste trabalho.

Tabela 4.2 - Estatísticas descritivas do tamanho dos conselhos de administração de 1999 a 2001

Estatísticas	Ano		
	2001	2000	1999
N	131	141	144
Mínimo	1,00	2,00	3,00
Máximo	26,00	20,00	28,00
Média	6,6641	6,8014	6,8889
Desvio Padrão	3,63024	3,23644	3,60092
Variância	13,179	10,475	12,967
Assimetria	1,884	1,195	2,084

Fonte: Dados da pesquisa (2003).

Nota: os dados foram trabalhados no *software* SPSS® 11.0.

Segundo recomendações da CVM, existiria um número ótimo de membros de um conselho de administração. De forma complementar, existem autores que defendem a idéia de que o tamanho do conselho é decisivo para o atingimento de níveis diferenciados de desempenho, existindo uma relação linear entre tamanho do conselho e desempenho financeiro.

Já para uma outra parcela de estudiosos do tema, existiria um limite para o número de conselheiros. Seguindo essa corrente, Silveira (2002) debateu a relação quadrática entre o tamanho dos conselhos de aproximadamente 200 empresas brasileiras no período de 1998 a 2000, encontrando, com significância estatística, uma quantidade “adequada” de conselheiros para as empresas participantes de seu estudo, o que é consistente com as recomendações da CVM e do IBGC com relação a uma quantidade de membros do conselho julgada aconselhável, tendo em vista o desempenho financeiro da empresa.

No que tange à independência dos presidentes dos conselhos de administração (INDPR), a tabela 4.3, a seguir apresentada, pode ajudar a entender o comportamento dessa variável ao longo do período em análise. Foi notado um certo decréscimo na frequência de presidentes de conselhos independentes, entre 1999 e 2001. No início do período, o percentual de empresas que possuíam presidente independente era de 49,3%, o qual foi reduzido para 46,5% em 2001, o que contraria a expectativa de que as empresas, de uma forma geral, estejam aderindo às melhores práticas de governança corporativa reconhecidas pelo mercado.

Tabela 4.3 - Independência do presidente do conselho de administração de 1999 a 2001

Ano	Situação do Presidente do Conselho de Administração	Frequência	Percentual Válido	Percentual Acumulado
2001	Não Independente da Diretoria	71	53,0	53,0
	Independente da Diretoria	63	47,0	100,0
	Total	134	100,0	
	Missing	29		
	Total	163		
2000	Não Independente da Diretoria	67	51,9	51,9
	Independente da Diretoria	62	48,1	100,0
	Total	129	100,0	
	Missing	37		
	Total	166		
1999	Não Independente da Diretoria	69	50,0	50,0
	Independente da Diretoria	69	50,0	100,0
	Total	138	100,0	
	Missing	24		
	Total	162		

Fonte: Dados da pesquisa (2003).

Nota: os dados foram trabalhados no *software* SPSS® 11.0.

Por outro lado, na tabela 4.4, é possível verificar que o grau de independência dos conselhos de administração das empresas (INDCO) estudadas sofreu, desde 1999 até 2001, uma redução de 3,62% em seu valor médio.

Tabela 4.4 - Estatísticas descritivas do grau de independência do conselho de administração (em %) de 1999 a 2001

Estatísticas	Ano		
	2001	2000	1999
N	131	141	144
Mínimo	0	33,33	33,33
Máximo	100,00	100,00	100,00
Média	76,1883	78,4906	79,5604
Desvio Padrão	16,89129	14,68650	14,71406
Variância	2,9	2,2	2,2

Fonte: Dados da pesquisa (2003).

Nota: os dados foram trabalhados no *software* SPSS® 11.0.

A tendência por redução da independência do conselho de administração é melhor vista quando é observada a tabela 4.5, apenas 5% das empresas pesquisadas mostraram-se com um percentual médio de independência do conselho de 53,50% em 1999, reduzindo-se tal índice médio de independência para 50% em 2001.

Tabela 4.5 - Percentis do grau de independência do conselho de administração das empresas estudadas de 1999 a 2001

Ano	Percentis						
	5	10	25	50	75	90	95
2001	50,0000	59,1420	66,6665	75,0000	86,1607	100,0000	100,0000
2000	50,0000	66,6600	66,6666	76,3885	87,5000	100,0000	100,0000
1999	53,5000	66,6600	66,6666	80,0000	89,1666	100,0000	100,0000

Fonte: Dados da pesquisa (2003).

Nota: os dados foram trabalhados no *software* SPSS® 11.0.

Espera-se que, quanto mais independente o conselho de administração, melhor seja o mecanismo de governança da empresa e conseqüentemente, maior seja a sensibilidade do *turnover* de diretores executivos (TURN) aos desempenhos percebidos como insatisfatórios (VOLPIN, 2002). Dessa forma, é conveniente verificar a evolução dos níveis de *turnover* em relação à tendência de queda dos níveis de independência dos conselhos anteriormente observados.

É, porém, notada uma tímida redução do *turnover* médio ao longo do período analisado. Na tabela 4.6, constata-se um percentual médio de *turnover* de

aproximadamente 15,32% em 1999, o qual foi reduzido para 9,4% no ano subsequente, finalmente chegando a um percentual próximo de 13,51% em 2001.

A falta de sensibilidade de *turnover* em relação aos níveis de desempenho julgados como insatisfatórios seria, segundo Volpin (2002), um indício de mecanismos de governança inadequados.

Tabela 4.6 - Estatísticas descritivas do *turnover* de diretores executivos de 1999 a 2001

Estatística	Período		
	entre 2000 e 2001	entre 1999 e 2000	entre 1998 e 1999
N	116	136	138
Mínimo	0	0	0
Máximo	100,00	100,00	100,00
Média	13,5123	9,4979	15,3290
Desvio Padrão	24,69487	17,75315	24,72304
Variância	6,1	3,2	6,1

Fonte: Dados da pesquisa (2003).

Nota: os dados foram trabalhados no *software* SPSS® 11.0.

Na tabela 4.7, a seguir, constata-se que pelo menos metade das empresas não movimentou proporções representativas de seus executivos no período de 1998 a 2000, o que poderia ser interpretado como um sinal de baixa qualidade das práticas de governança corporativa de algumas das empresas estudadas, já que os níveis de desempenho financeiros, especialmente o crescimento das vendas e o índice Q de Tobin, como mostram as tabelas 4.16 e 4.18, em alguma medida, foram declinantes nesse período.

Tabela 4.7 - Percentis do *turnover* de diretores entre 1998 e 2000 (em %)

Ano	Percentis						
	5	10	25	50	75	90	95
entre 2000 e 2001	000000	000000	000000	000000	25,0000	50,0000	75,0000
entre 1999 e 2000	000000	000000	000000	000000	17,5000	25,0000	33,3330
entre 1998 e 1999	000000	000000	000000	000000	20,0000	50,0000	76,2500

Fonte: Dados da pesquisa (2003).

Nota: os dados foram trabalhados no *software* SPSS® 11.0.

A sensibilidade do *turnover* de diretores executivos, ao desempenho financeiro da empresa, seria diretamente afetada, então, pela qualidade dos mecanismos de governança adotados. Dessa forma, a concentração de poder de voto, a independência dos conselhos de administração, a não superposição entre os cargos de presidente do conselho de administração e de diretor executivo e o tamanho do conselho são algumas das práticas de governança que poderiam impactar a forma com a qual os diretores executivos possam vir a ser penalizados pelos baixos desempenhos financeiros da empresa.

Uma redução da independência do conselho de administração e da frequência de presidentes independentes pode estar associada a um aumento da concentração de poder de voto, conseqüentemente minimizando os problemas de agência entre acionistas e administradores, acarretando uma menor exposição aos custos de agência, como incentivos aos administradores, ou mesmo a necessidade de monitoração dos diretores executivos por meio dos conselhos independentes, para que os executivos tendam a atuar de forma alinhada com os interesses dos acionistas. Então, é possível verificar na tabela 4.8 que, de fato, existe indicação de uma redução na frequência de participação dos diretores executivos (PART) nos lucros da empresa.

Tabela 4.8 - Frequência da participação dos diretores nos resultados das empresas de 1999 a 2001

Ano	Participação nos lucros	Frequência	Percentual Válido	Percentual Acumulado
2001	não	65	48,1	48,1
	sim	70	51,9	100,0
	Total	135	100,0	
	Missing	31		
	Total	166		
2000	não	58	43,9	43,9
	sim	74	56,1	100,0
	Total	132	100,0	
	Missing	31		
	Total	163		
1999	não	59	43,7	43,7
	sim	76	56,3	100,0
	Total	135	100,0	
	Missing	27		
	Total	162		

Em 1999, 56,4% das empresas pesquisadas concediam participação nos lucros, esse percentual reduziu-se para 52,6% em 2001, indicação essa consistente com sugestões de estudos citados no referencial teórico desta pesquisa. Adicionalmente, as tabelas 4.3 e 4.4 ilustraram a tendência de queda da independência dos presidentes de conselho, assim como os membros dos conselhos respectivamente.

A próxima subseção trata da distribuição das ações com direito a voto, as ordinárias, isto é, a concentração da poder de voto.

4.1.1.2 A concentração de poder de voto

Era esperado e, de acordo com as constatações dos estudos sobre governança corporativa no Brasil, como os desenvolvidos por Leal et al. (2000) e Siqueira (1998), que a concentração média do poder de voto nas empresas brasileiras fosse considerada relativamente alta.

É possível verificar na tabela 4.9, que o percentual médio das ações ordinárias em poder do principal acionista em 1999 era de 59,81%, sofrendo um pequeno acréscimo para aproximadamente 62% no ano de 2001.

Tabela 4.9 - Estatísticas descritivas do percentual das ações ordinárias em poder do principal acionista de 1999 a 2001

Estatísticas	Ano		
	2001	2000	1999
N	166	163	161
Mínimo	10,10	8,10	8,10
Máximo	100,00	100,00	100,00
Média	61,9934	60,6706	59,8112
Desvio Padrão	26,47274	26,80530	26,54281

Fonte: Dados da pesquisa (2003).

Nota: os dados foram trabalhados no *software* SPSS® 11.0.

Isso pode ter sido um motivador para a diminuição da independência dos presidentes e dos membros dos conselhos, refletindo no decréscimo da parcela de empresas

que concedem incentivos aos diretores executivos, aqui caracterizada pela participação dos executivos nos lucros da empresa (PART). A tabela 4.10 ilustra com maior nível de detalhes os percentuais das ações ordinárias sob poder do principal acionista.

Tabela 4.10 - Percentis do percentual das ações ordinárias em poder do principal acionista

Ano	Percentis						
	5	10	25	50	75	90	95
2001	18,5800	24,3600	41,5000	62,4000	84,8000	98,5000	99,9000
2000	17,6600	24,3600	40,0000	60,1000	84,2000	98,6000	99,9000
1999	16,6600	22,5000	40,7000	60,7000	84,0000	98,4200	99,9000

Fonte: Dados da pesquisa (2003)

Nota: os dados foram trabalhados no *software* SPSS® 11.0.

Todas as empresas participantes deste estudo, por serem de capital aberto, são obrigadas a submeter-se ao exame de suas demonstrações financeiras por parte de uma auditoria independente. A qualidade e a credibilidade da auditoria realizada nas demonstrações financeiras de uma empresa podem ser entendidas como uma atitude de transparência da empresa quando, por meio de auditorias, presta informações à sociedade.

Dessa forma, assim como nos estudos de Mitton (2001) e Srour (2002), aqui foi adotada como *proxy* de transparência uma variável dicotômica que expressa se uma empresa em um determinado exercício financeiro foi ou não auditada por uma grande empresa de reconhecimento internacional (TRANSP).

Na tabela 4.11 é possível notar que, ao longo de todo o período, a maioria das empresas estudadas foi examinada pelas *big five*. Porém, também é possível observar que a fração de empresas que foram auditadas pelas *big five* não sofreu mudanças substanciais. Em 1999, 67,4% das empresas foram auditadas pelas *big five*, reduzindo-se para 65,4% em 2001.

Tabela 4.11 - Frequência de empresas auditadas por uma das *big five* de 1999 a 2001

Ano	Auditoria	Frequência	Percentual Válido	Percentual Acumulado
2001	não big five	45	33,6	33,6
	big five	89	66,4	100,0
	Total	134	100,0	
	Missing	32		
	Total	166		
2000	não big five	44	32,8	32,8
	big five	90	67,2	100,0
	Total	134	100,0	
	Missing	29		
	Total	163		
1999	não big five	45	33,1	33,1
	big five	91	66,9	100,0
	Total	136	100,0	
	Missing	26		
	Total	162		

Fonte: Dados da pesquisa (2003).

Nota: os dados foram trabalhados no *software* SPSS® 11.0.

O fato de existir, nos últimos três anos, um percentual próximo de 70% das empresas participantes do estudo consideradas “transparentes”, segundo o critério aqui adotado, pode ter suas limitações. Ademais, os demonstrativos financeiros podem trazer informações que não reflitam necessariamente a realidade da empresa. Os últimos acontecimentos envolvendo grandes empresas norte americanas, as quais podem ter manipulado suas demonstrações financeiras com o intuito de apresentar resultados que não seriam observados na realidade, são exemplos. Contudo, no Brasil, ainda não se tem conhecimento de eventos de grande expressão envolvendo tais limitações. A próxima subseção expõe e discute as estatísticas descritivas das variáveis de estratégia de diversificação no período em análise.

4.1.2 Sobre as estratégias de diversificação

Aqui são apresentadas as estatísticas descritivas acerca das estratégias de diversificação de produto (CPROD) e de fornecedores (CFORN) das empresas estudadas.

Examina-se: a representatividade percentual do principal produto nas vendas da empresa, bem como a participação do principal fornecedor nas compras realizadas pela empresa. Na tabela 4.12 é possível notar que, ao longo do período estudado, a participação do principal produto nas vendas das empresas foi de aproximadamente 65%.

Tabela 4.12 - Estatísticas descritivas da representatividade percentual do principal produto nas vendas realizadas pela empresa de 1999 a 2001

Estatísticas	Ano		
	2001	2000	1999
N	109	124	129
Mínimo	23,00	14,50	13,32
Máximo	100,00	100,00	100,00
Média	65,1630	66,0793	65,9282
Desvio Padrão	24,06374	23,61129	22,49975
Variância	579,064	557,493	506,239

Fonte: Dados da pesquisa (2003).

Nota: os dados foram trabalhados no *software* SPSS® 11.0.

É notada ainda a presença de um valor máximo de participação de um produto nas vendas de 100%, indicando a existência de empresas que têm toda a sua atividade direcionada a um único produto. Já na tabela 4.13, nota-se que um percentual de 5% das empresas componentes do conjunto estudado possuem um valor próximo de 30% de suas vendas como resultado da operação com um único produto, sinalizando um certa concentração de sua atividade produtiva.

Tabela 4.13 - Percentis da representatividade percentual do principal produto na receita líquida da empresa de 1999 a 2001

Ano	Percentis						
	5	10	25	50	75	90	95
2001	28,1400	33,9810	46,5700	63,5000	91,2075	100,0000	100,0000
2000	31,3275	36,9000	46,9975	64,4500	90,0000	100,0000	100,0000
1999	32,5815	39,9340	48,5950	64,2750	88,1750	100,0000	100,0000

Fonte: Dados da pesquisa (2003).

Nota: os dados foram trabalhados no *software* SPSS® 11.0.

Em se tratando da concentração das compras realizadas pelas empresas, a tabela 4.14 mostra que a concentração de fornecedores no período estudado assumiu

valores sensivelmente menores que a concentração de produtos. Enquanto o percentual médio das vendas líquidas realizadas com o principal produto oscilou entre 67,03% e 66,35%, a representatividade do principal fornecedor, para o mesmo período, oscilou entre 31,49% e 32,50%, indicando uma diversificação de fornecedores substancialmente maior que a diversificação de produtos.

Tabela 4.14 - Estatísticas descritivas da representatividade percentual do principal fornecedor nas compras realizadas pela empresa de 1999 a 2001

Estatística	Ano		
	2001	2000	1999
N	87	95	99
Mínimo	1,00	1,00	1,00
Máximo	100,00	100,00	100,00
Média	33,2814	32,0451	31,2333
Desvio Padrão	28,52874	26,45375	26,38368
Variância	813,889	699,801	696,098

Fonte: Dados da pesquisa (2003).

Nota: os dados foram trabalhados no *software* SPSS® 11.0.

Também se pode constatar que a diversificação de fornecedores foi maior que a de produtos ao se observar o percentual médio das compras realizadas no principal fornecedor distribuída em percentis na tabela 4.15. Uma parcela de 5% das empresas mostrou um percentual médio próximo dos 3,5% de suas compras realizadas com um único fornecedor, contra um percentual aproximado de 30% das vendas realizadas com um único produto por uma parte equivalente a 5% das empresas estudadas.

Tabela 4.15 - Percentis das compras realizadas no principal fornecedor de 1999 a 2001

Ano	Percentis						
	5	10	25	50	75	90	95
2001	3,1325	7,7880	11,9850	21,5350	44,6950	85,6590	96,8350
2000	3,7900	8,1450	12,3475	22,2300	45,4475	76,5200	93,2500
1999	3,0070	5,4250	10,4900	20,8100	45,5000	80,3700	93,0940

Fonte: dados da pesquisa (2003).

Nota: os dados foram trabalhados no *software* SPSS® 11.0.

A seguir, na subseção 4.1.3, são apresentadas e discutidas as estatísticas descritivas das variáveis de desempenho financeiro empregadas nesta investigação.

4.1.3 Análise descritiva do desempenho financeiro das empresas

Aqui são apresentadas as estatísticas descritivas acerca dos indicadores de desempenho financeiro das empresas estudadas, no período de 1999 a 2001. Examina-se: a taxa de crescimento das vendas líquidas (CRESC), o índice Q de Tobin (Q), a taxa de mudança do EBIT (MEBIT), o Retorno sobre o Ativo Total (ROA) e ainda o Retorno sobre o Patrimônio Líquido (RPL).

A tabela 4.16 mostra a evolução do valor do crescimento médio das vendas no período de 1999 a 2001. Verifica-se que houve uma certa queda no valor do crescimento médio das vendas, de 18,72% para 11,36% desde 1999 até 2001, uma redução de 39,31% no período. Além disso, também é notada a tendência à redução de variabilidade de CRESC, de 17,72%, desde 1999 a 2001, indicando uma homogeneidade crescente dos valores para o crescimento das vendas das empresas participantes da pesquisa nesse período.

Tabela 4.16 - Estatísticas descritivas da taxa de crescimento das vendas de 1999 a 2001

Estatística	Ano		
	2001	2000	1999
N	164	159	165
Mínimo	-100,0000	-95,9975	-97,1973
Máximo	136,7060	96,0317	195,1340
Média	11,364476	16,603457	18,723186
Desvio Padrão	32,9138958	29,1212129	40,0115690
Variância	,108	,085	,160

Fonte: Dados da pesquisa (2003).

Nota: os dados foram trabalhados no *software* SPSS® 11.0.

A tabela 4.17 registra o crescimento das vendas distribuído em percentis, observa-se então que, em 1999, 50% das empresas obtiveram um crescimento médio das vendas de 18,02%, que foi reduzido para 10,52% em 2001 e ainda com menor dispersão nesse período.

Tabela 4.17 - Percentis da taxa de crescimento das vendas no período de 1999 a 2001

Ano	Percentis						
	5	10	25	50	75	90	95
2001	-31,0914	-14,9052	0,4498	10,526300	21,2171	44,6369	71,5098
2000	-35,3499	-15,3913	3,897840	16,788300	29,0525	51,1396	65,0812
1999	-38,68108	-21,1638	1,609815	18,022700	42,5811	59,2862	81,7844

Fonte: Dados da pesquisa (2003).

Nota: os dados foram trabalhados no *software* SPSS® 11.0.

O índice Q de Tobin também se mostrou em queda do início ao fim do período pesquisado. Em 1999, o valor médio de Q era de aproximadamente 0,376, caindo para 0,358 e, finalmente assumindo um valor ainda menor, 0,350 em 2001, o que pode ser constatado na tabela 4.18. Apesar de ter existido redução do valor médio do Q de Tobin entre 1999 e 2001, é conveniente registrar que o valor máximo alcançado em 2001 foi rapidamente superior ao nível máximo de desempenho, em termos de índice Q, em 1999. A exemplo do crescimento das vendas, o Q de Tobin também obteve menores valores para a medida de dispersão em 2001, em relação a 1999.

Tabela 4.18 - Estatísticas descritivas do índice Q de Tobin de 1999 a 2001

Estatísticas	Ano		
	2001	2000	1999
N	131	129	135
Mínimo	-,695966	-,550058	-,674997
Máximo	1,550030	1,562260	1,427690
Média	,35012395	,35891611	,37653989
Desvio Padrão	,378718538	,361914348	,389127828
Variância	,143	,131	,151

Fonte: Dados da pesquisa (2003).

Nota: os dados foram trabalhados no *software* SPSS® 11.0.

A tabela 4.19 mostra que uma parcela de 10% das empresas estudadas apresentou um valor menor que zero para Q, indicando que, para tais empresas não houve criação de valor para os acionistas.

Tabela 4.19 - Percentis do índice Q de Tobin de 1999 a 2001

Ano	Percentis						
	5	10	25	50	75	90	95
2001	-,21216100	-,07669298	,06702780	,32032900	,56089700	,80207280	1,04314000
2000	-,16022100	-,08497390	,05975810	,36215000	,59458100	,82833000	,92533450
1999	-,20526480	-,15401680	,11792400	,36672800	,62493600	,89194260	1,19816200

Fonte: Dados da pesquisa (2003).

Nota: os dados foram trabalhados no *software* SPSS® 11.0.

A mudança no EBIT, ao contrário do crescimento das vendas e do índice Q de Tobin, exibiu desempenho positivo de 1999 a 2001, isto é, em lugar de queda, existiu alta nos valores assumidos pela taxa média de mudança do EBIT. É visto na tabela 4.20 que a dispersão dos valores assumidos pela taxa de mudança no EBIT também aumentou, aliado aos aumentos dos valores máximos e ainda à diminuição dos valores mínimos, pode-se inferir que, medido por essa variável, o desempenho das empresas foi menos homogêneo.

Tabela 4.20 - Estatísticas descritivas da mudança no EBIT de 1999 a 2001

Estatísticas	Ano			
	2001	2000	1999	
N	158	154	147	
Mínimo	-15,829900	-7,577980	-6,274990	
Máximo	15,160900	7,643870	6,170650	
Média	-,00524741	,83749496	-,02308372	
Desvio Padrão	3,291660111	1,901784346	1,823732084	
Variância	10,835	3,617	3,326	

Fonte: Dados da pesquisa (2003).

Nota: os dados foram trabalhados no *software* SPSS® 11.0.

Em média, quatro em cada dez empresas estudadas, apresentaram um desempenho negativo para MEBIT, isto é, ao longo do período, para tais empresas, não houve crescimento do EBIT, como registra a tabela 4.21.

Tabela 4.21 - Percentis da taxa de mudança no EBIT de 1999 a 2001

Ano	Percentis						
	5	10	25	50	75	90	95
2001	-4,519032	-2,037019	-,5742732	,04495995	,57615400	1,7172980	3,1601955
2000	-1,259582	-,8307565	-,1266105	,59801850	1,4155400	3,3195600	4,6452325
1999	-3,452290	-2,089714	-,8241940	,08916590	,98563900	2,0926900	2,8933400

Fonte: Dados da pesquisa (2003).

Assim como MEBIT, a rentabilidade sobre os ativos das empresas também mostrou comportamento favorável, isto é, houve um incremento do valor médio dos índices de rentabilidade do ativo de 1999 a 2001. Por outro lado, o valor da dispersão sofreu redução, indicando que as empresas tenderam a alcançar valores mais homogêneos para a rentabilidade sobre o ativo, é o que se pode verificar na tabela 4.22.

Tabela 4.22 - Estatísticas descritivas do retorno sobre o ativo de 1999 a 2001

Estatística	Ano		
	2001	2000	1999
N	158	159	162
Mínimo	-33,20	-35,90	-46,20
Máximo	33,10	47,60	46,20
Média	1,4753	1,8101	-1,8284
Desvio Padrão	8,96610	9,55473	13,89347
Variância	80,391	91,293	193,029

Fonte: Dados da pesquisa (2003).

Nota: os dados foram trabalhados no *software* SPSS® 11.0.

A tabela 4.23 apresenta os valores médios para a rentabilidade sobre o ativo demonstrados pelas empresas, segmentada por quintis. Nota-se porém que, durante todo o período estudado, 25% das empresas apresentaram uma rentabilidade sobre o ativo negativa.

Tabela 4.23 - Percentis do retorno sobre o ativo total no período de 1999 a 2001

Ano	Percentis						
	5	10	25	50	75	90	95
2001	-15,7050	-10,0100	-2,9250	1,8000	6,1250	11,7100	14,9850
2000	-17,1000	-10,3000	-,7000	1,9000	5,9000	12,2000	15,0000
1999	-32,8900	-20,1500	-6,6750	,5500	4,8250	10,0000	12,6700

Fonte: Dados da pesquisa (2003).

Nota: os dados foram trabalhados no *software* SPSS® 11.0.

A rentabilidade das empresas medida pelo retorno sobre o patrimônio líquido também se mostrou crescente entre 1999 e 2001. Em 1999, foi observado um valor médio negativo de -2,60, mostrando um acréscimo substancial em 2000, quando atingiu um valor de 3,81, voltando a cair em 2001, alcançando um valor de 2,25, como é visto na tabela 4.24.

Tabela 4.24 - Estatísticas descritivas do retorno sobre o patrimônio líquido de 1999 a 2001

Estatísticas	Ano		
	2001	2000	1999
N	155	154	144
Mínimo	-109,30	-97,00	-92,10
Máximo	150,50	112,20	117,50
Média	2,2568	3,8136	-2,6021
Desvio Padrão	27,37907	27,90581	27,70593
Variância	749,613	778,734	767,619

Fonte: Dados da pesquisa (2003).

Nota: os dados foram trabalhados no *software* SPSS® 11.0.

Observado-se a tabela 4.25, é vista a diferença entre os níveis de rentabilidade sobre o patrimônio líquido atingidos pelas empresas divididas segundo os quintis. Ao ser levada em consideração a distribuição de frequência nota-se que, em 1999, metade das empresas não ultrapassou um valor de 1,5 para o RPL, enquanto que, nos anos de 2000 e 2001, para essa mesma parcela de empresas, esse índice chegou a atingir valores médios superiores a 6 de rentabilidade.

Tabela 4.25 - Percentis do Retorno sobre o Patrimônio Líquido no período de 1999 a 2001

Ano	Percentis						
	5	10	25	50	75	90	95
2001	-47,0400	-28,2200	-5,4000	6,7000	14,4000	26,0600	34,6400
2000	-43,7000	-25,0000	-,9000	7,0000	14,7750	21,7500	33,6000
1999	-60,0250	-39,5500	-10,5000	1,5000	11,6500	20,3500	33,2750

Fonte: Dados da pesquisa (2003).

Nota: os dados foram trabalhados no *software* SPSS® 11.0.

Após ter examinado e discutido os níveis de desempenho financeiro das empresas estudadas, segundo as cinco variáveis de desempenho empregadas, a próxima seção realiza as análises bivariada e multivariada das relações entre desempenho financeiro e governança corporativa e estratégia de diversificação.

Inicialmente, são apresentadas e discutidas as matrizes de correlações entre: (a) as variáveis de governança corporativa; (b) as variáveis de governança corporativa e as de

estratégia de diversificação e; (c) as variáveis de governança corporativa, estratégia de diversificação e as de desempenho financeiro.

Em seguida, é desenvolvida a análise multivariada das relações entre as variáveis de governança corporativa e estratégia de diversificação, contra as variáveis de desempenho. Após realizar tal análise, ainda são apresentados os resultados da explicação do desempenho financeiro das empresas pelas mesmas variáveis independentes, segundo o tamanho das empresas. Para tanto, foram tomadas três classes de tamanho, ou seja, foram definidas pela divisão do conjunto das empresas em tercís, em ordem crescente do valor do ativo total quais sejam: *menores*, *intermediárias* e *maiores*. O procedimento descrito é realizado, na mesma seqüência, para os dados relativos aos anos de 2001, 2000 e 1999, respectivamente.

4.2 Discussão dos resultados de 2001

Nesta seção são apresentados os resultados das análises bivariada (4.2.1) e multivariada (4.2.2 e 4.2.3) das variáveis de desempenho financeiro, de governança corporativa e de desempenho financeiro no ano de 2001.

4.2.1 Matrizes de correlações em 2001

Esta subseção expõe e discute os coeficientes de correlação entre as variáveis de governança, de estratégia e de desempenho para o ano de 2001. Apesar de, por vezes, terem sido observados valores absolutos relativamente baixos para o coeficiente de

correlação entre as variáveis, cabem aqui alguns comentários acerca dos coeficientes de correlação estatisticamente significativos ilustrados na tabela 4.26.

Tabela 4.26 - Matriz de correlações entre as variáveis de governança no ano 2001

	TURN	PART	TAM	TRANSP	CPOD	INDCO	INDPR	TAMC
TURN	1							
PART	,015 (,872)	1						
TAM	,206 (,027)	,054 (,529)	1					
TRANSP	,117 (,213)	-,031 (,726)	,187 (,029)	1				
CPOD	,074 (,427)	-,087 (,313)	-,148 (,058)	-,016 (,851)	1			
INDCO	,022 (,822)	,123 (,165)	,143 (,102)	,188 (,033)	-,090 (,305)	1		
INDPR	,131 (,172)	,048 (,587)	,146 (,097)	,208 (,019)	-,120 (,174)	,492 (,000)	1	
TAMC	,103 (,281)	,199 (,024)	,185 (,034)	,263 (,003)	-,264 (,002)	,382 (,000)	,230 (,008)	1

Fonte: Dados da pesquisa (2003).

Nota: os dados foram trabalhados no *software* SPSS® 11.0.

* O nível de significância está entre parêntesis.

** Os coeficientes de correlação estatisticamente significativos até o nível de 5% estão em negrito.

*** Número de casos máximo: 134; mínimo: 114

- (a) quanto maior a independência do presidente do conselho de administração (INDPR), maior a probabilidade dos cargos de diretor executivo e membro do conselho de administração serem ocupados por pessoas diferentes (INDCO), situação alinhada com a idéia de que conselhos independentes tendem a indicar para presidente do conselho de administração, pessoas que não ocupam cargos de diretor executivo;
- (b) quanto maior a independência do conselho (INDCO), maior a probabilidade de uma empresa ser transparente (TRANSP). Esses sinais corroboram a idéia de que empresas que buscam a independência de seus conselhos tendem a primar pela transparência nas informações repassadas ao mercado;
- (c) quanto maior o tamanho da empresa (TAM), maior a probabilidade de ocorrer *turnover* de diretores executivos, provavelmente pela maior sensibilidade ao

desempenho apresentado nas empresas maiores, TAM ainda apresentou correlações positivas estatisticamente significativas com TRANSP e TAMC, indicando que empresas de maior porte tendem a ser auditadas por empresas de reconhecimento internacional e ainda possuir maiores quantidades de membros nos conselhos de administração;

- (d) o tamanho do conselho de administração (TAMC) foi a variável que apresentou o maior número de correlações estatisticamente significativas, PART mostrou-se positivamente correlacionada, isto é, empresas com maiores quantidades de conselheiros tendem a conceder participação nos lucros por parte dos diretores executivos, situação consistente com a teoria da agência, ou seja, empresas onde o proprietário não desenvolve a atividade de administração, podem incorrer em conflitos de interesses, os quais podem gerar custos de agência, como a participação nos lucros, um incentivo aos executivos;
- (e) quanto menor a concentração da poder de voto da empresa (CPOD), maior a quantidade de membros do conselho de administração (TAMC), situação consistente com a expectativa de que empresas onde o poder decisório esteja mais descentralizado, demandam conselhos maiores;
- (f) quanto maior a empresa, maior o conselho de administração, em conseqüência, foi observada menor probabilidade de ocorrer concentração de poder de voto, isto é, CPOD mostrou coeficiente de correlação negativo com TAMC;
- (g) quanto maior a empresa, maior o conselho e maior também é foi a probabilidade de independência do conselho, isto é, maiores as proporções de conselheiros que não desenvolvem atividades na diretoria executiva, o que também se observa para o presidente do conselho de administração, isto é, maior também é a probabilidade de ocorrência de presidente independente;

a partir dessas evidências iniciais torna-se possível cogitar a existência de indícios que podem servir de ponto de partida para as análises multivariadas. As empresas de maior porte tendem a possuir menor concentração de poder de voto, conseqüentemente, torna-se mais provável a independência dos conselhos de administração, inclusive a independência de seu presidente.

Com tal configuração pode haver maior sensibilidade do *turnover* de diretores executivos ao nível de desempenho financeiro exibido, isto é, baixos desempenhos podem impulsionar maior parcelas de diretores substituídos, na tentativa de realizar aquilo que a literatura em língua inglesa por vezes chama de *turn around*, ou seja, uma retomada de níveis de desempenho superior. Pela menor concentração de poder de voto (CPOD), espera-se que haja maior profissionalização da administração (INDCO e INDPR), ou melhor, o exercício das decisões estratégicas deverá ser realizado por indivíduos que não são necessariamente proprietários, os agentes, situação que pode originar conflitos de interesse, que segundo Jensen & Meckling (1976) podem ser administrados pelo principal (proprietários) por meio da assunção de custos de agência, os quais podem ser monitoração das atividades da administração, que pode ser a presença de uma auditoria independente, ou ainda a concessão de incentivos como participação nos lucros (PART) ou opção de compras de ações a preços mais baixos.

A tabela 4.27 mostra as correlações entre as variáveis de governança corporativa e de estratégia de diversificação.

Tabela 4.27 - Matriz de correlações entre as variáveis de governança e de estratégia no ano 2001

	TURN	PART	TAM	TRANSP	CPOD	INDCO	INDPR	TAMC	CPROD	CFORN
TURN	1									
PART	,015 (,872)	1								
TAM	,206 (,027)	,054 (,529)	1							
TRANSP	,117 (,213)	-,031 (,726)	,187 (,029)	1						
CPOD	,074 (,427)	-,087 (,313)	-,148 (,058)	-,016 (,851)	1					
INDCO	,022 (,822)	,123 (,165)	,143 (,102)	,188 (,033)	-,090 (,305)	1				
INDPR	,131 (,172)	,048 (,587)	,146 (,097)	,208 (,019)	-,120 (,174)	,492 (,000)	1			
TAMC	,103 (,281)	,199 (,024)	,185 (,034)	,263 (,003)	-,264 (,002)	,382 (,000)	,230 (,008)	1		
CPROD	-,145 (,161)	-,085 (,382)	-,181 (,062)	-,172 (,077)	,049 (,615)	-,253 (,009)	-,218 (,025)	-,281 (,003)	1	
CFORN	-,048 (,724)	,003 (,982)	,052 (,669)	-,358 (,003)	,079 (,509)	-,045 (,723)	-,150 (,236)	-,054 (,670)	-,007 (,961)	1

Fonte: dados da pesquisa (2003).

Nota: os dados foram trabalhados no *software* SPSS® 11.0.

*O nível de significância está entre parêntesis.

** Os coeficientes de correlação estatisticamente significativos até o nível de 5% estão em negrito.

*** Número de casos máximo: 107; mínimo: 85

- (a) quanto maior a independência do conselho de administração (INDCO), menor a concentração de produtos (CPROD), isto é, nas empresas onde existia uma maior isenção dos conselhos em relação à diretoria executiva, adotou-se maiores graus de diversificação de produtos, o que pode ocorrer por motivos administrativos, recursos e incentivos da empresa; provavelmente, nas empresas onde o conselho seja independente, os executivos sejam incentivados a realizar o *hedge* de seu emprego, aumentar seu prestígio profissional e outros motivos particulares, o que é consistente com os argumentos de Aggarwal & Samwick (2003);
- (b) quanto maior a concentração de produtos (CPROD), menor a independência do presidente do conselho (INDPR), que, em consequência de sua independência, deve exercer maior papel disciplinador sobre os diretores executivos, assim

podendo estimular esses últimos a imprimir maior diversificação da carteira de produtos, objetivando especialmente compensar sua condição de agente;

- (c) quanto maior o conselho de administração (TAMC), menor tende a ser a concentração de produtos (CPROD), isto é, o número de membros do conselho de administração é positivamente correlacionado com a diversificação de produtos;
- (d) quanto maior a probabilidade de a empresa ser auditada por uma das *big five* (TRANSP), menor a concentração de fornecedores (CFORN), dito de outra forma, as empresa que foram auditadas por uma das auditoria de reconhecimento internacional, exibiram maior probabilidade da sua diversificação de fornecedores, o que pode ser um indicador de que em empresas mais transparentes, os executivos optem por maiores graus de diversificação de fornecedores, por motivos similares aos que estimulam a diversificação de produtos, isto é, *hedge* do emprego, prestígio no ambiente de negócios, etc.

Ainda foi observada, a 10% de significância, a correlação entre o tamanho da empresa e a concentração de produtos. Quanto maior a empresa (TAM), menor a concentração dos negócios da empresa (CPROD), esse dado é consistente com Perobelli & Famá (2003, p. 13) que defendem a correlação positiva entre tamanho das empresas e sua diversificação, isto é, quanto maior a empresa, maior a diversificação de seus negócios. Provavelmente pelo fato de que as empresas de maior porte, por possuírem estruturas mais complexas, compostas por conselhos independentes, os quais exercem poder disciplinador sobre os diretores executivos, possa existir, com maior probabilidade, incentivos à diversificação por interesse dos executivos.

A seguir, a tabela 4.28 mostra os coeficientes de correlação entre as variáveis de governança, estratégia e desempenho financeiro para o ano de 2001, os quais logo em seguida, são discutidos.

Tabela 4.28 - Matriz de correlações entre as variáveis de governança, de estratégia e de desempenho financeiro no ano 2001

	CRESC	Q	MEBIT	ROA	RPL	TURN	PART	TAM	TRANSP	CPOD	INDCO	INDPR	TAMC	CPROD	CFORN
CRESC	1														
Q	-,085 (,337)	1													
MEBIT	,149 (,063)	-,121 (,176)	1												
ROA	,154 (,054)	-,115 (,1930)	,326 (,000)	1											
RPL	,046 (,575)	,094 (,301)	,405 (,000)	,741 (,000)	1										
TURN	-,067 (,476)	,014 (,900)	,135 (,154)	-,011 (,912)	,060 (,536)	1									
PART	-,049 (,574)	-,077 (,426)	,030 (,733)	,064 (,466)	,113 (,203)	,015 (,872)	1								
TAM	,085 (,282)	,220 (,012)	,010 (,903)	,146 (,068)	,136 (,092)	,206 (,027)	,054 (,529)	1							
TRANSP	-,179 (,038)	,142 (,144)	-,071 (,421)	,082 (,351)	,086 (,337)	,117 (,213)	-,031 (,726)	,187 (,029)	1						
CPOD	-,066 (,404)	,139 (,114)	,083 (,299)	-,084 (,296)	-,023 (,778)	,074 (,427)	-,087 (,313)	-,148 (,058)	-,016 (,851)	1					
INDCO	,016 (,860)	,116 (,247)	,011 (,906)	,151 (,091)	,197 (,030)	,022 (,822)	,123 (,165)	,143 (,102)	,188 (,033)	-,090 (,305)	1				
INDPR	-,084 (,345)	,131 (,190)	-,086 (,336)	,189 (,035)	,095 (,300)	,131 (,172)	,048 (,587)	,146 (,097)	,208 (,019)	-,120 (,174)	,492 (,000)	1			
TAMC	-,003 (,971)	-,049 (,621)	,058 (,517)	,198 (,026)	,110 (,228)	,103 (,281)	,199 (,024)	,185 (,034)	,263 (,003)	-,264 (,002)	,382 (,000)	,230 (,008)	1		
CPROD	,009 (,926)	-,022 (,844)	,052 (,603)	,166 (,094)	,136 (,176)	-,145 (,161)	-,085 (,382)	-,181 (,062)	-,172 (,077)	,049 (,615)	-,253 (,009)	-,218 (,025)	-,281 (,003)	1	
CFORN	,296 (,012)	-,022 (,874)	,315 (,010)	-,006 (,963)	,036 (,777)	-,048 (,724)	,003 (,982)	,052 (,669)	-,358 (,003)	,079 (,509)	-,045 (,723)	-,150 (,236)	-,054 (,670)	-,007 (,961)	1

Fonte: Dados da pesquisa (2003).

Nota: os dados foram trabalhados no *software* SPSS® 11.0.

*O nível de significância está entre parêntesis.

** Os coeficientes de correlação estatisticamente significativos até o nível de 5% estão em negrito.

*** Número de casos máximo: 163; mínimo: 85

- (a) em 2001, quanto maior foi a probabilidade de transparência da empresa (TRANSP), menor foi o crescimento das vendas líquidas (CRESC), contrariando a expectativa de que a transparência impactasse positivamente o desempenho;
- (b) quanto maior a empresa (TAM), maior foi o seu valor de mercado (Q) em 2001, isto é, as empresas de maior porte alcançaram maiores níveis de valor de mercado;
- (c) quanto maior o tamanho do conselho (TAMC), assim com quanto maior a probabilidade de o presidente do conselho ser isento de atividades da diretoria executiva (INDPR), isto é, de ser independente, maior foi a rentabilidade sobre o ativo (ROA);

- (d) já a concentração de fornecedores (CFORN), mostrou-se positivamente correlacionada com o crescimento das vendas (CRESC) e com a taxa de mudança do EBIT (MEBIT), indicando que, neste ano, as empresas que possuíam a carteira de fornecedores diversificada obtiveram desempenho de vendas inferior àquelas que concentraram as fontes de suprimento;
- (e) quanto maior foi a independência do conselho de administração (INDCO), maior foi o Retorno sobre o Patrimônio Líquido (RPL).

4.2.2 Análise de regressão múltipla para 2001

No ano de 2001, nenhuma variável de governança corporativa ou de estratégia de diversificação, obteve significância estatística para explicar o comportamento de três das cinco variáveis de desempenho financeiro: Mudança no EBIT (MEBIT), Retorno sobre o Ativo Total (ROA) ou mesmo Retorno sobre o Patrimônio Líquido (RPL). Assim, CRESC e Q obtiveram um modelo estatisticamente significativo, para cada uma delas.

O crescimento das vendas líquidas (CRESC) em 2001 foi explicado, com significância estatística, por uma variável de estratégia de diversificação – o índice de concentração de fornecedores (CFORN), com 21% de sua variância explicada, como visto, de forma resumida na tabela 4.29.

Tabela 4.29 - Resumo do modelo explicativo do crescimento das vendas em 2001

Modelo	R	R Quadrado	R Quadrado Ajustado	Erro Padrão da Estimativa	Durbin-Watson
1	,474	,225	,207	,323504497	1,957

Fonte: Dados da pesquisa (2003).

Nota: os dados foram trabalhados no *software* SPSS® 11.0.

Observando-se os níveis de significância e os coeficientes de regressão da variável explanatória para CRESC em 2001 nota-se que, o sinal do coeficiente de CFORN nesse modelo foi positivo, indicando que as empresas mais concentradas, em termos de carteira de fornecedores, tenderam a exibir maiores níveis de desempenho, segundo o crescimento das vendas, com pode ser visto na tabela 4.30.

Tabela 4.30 - Coeficientes do modelo explicativo do crescimento das vendas em 2001

Modelo	Variável explanatória	Coeficientes Não padronizados		Coeficientes Padronizados	t	Sig.
		B	Erro Padrão	Beta		
1	CFORN	,316	,088	,474	3,573	,001

Fonte: Dados da pesquisa (2003).

Nota: os dados foram trabalhados no *software* SPSS® 11.0.

É relevante destacar que a estatística Durbin-Watson recebeu valor maior que o R^2 , indicando a não existência de regressão espúria¹. Na regressão contra CRESC, a variável concentração de fornecedores (CFORN) apresentou uma correlação positiva no nível de significância de 1%.

A outra variável de desempenho que também obteve relacionamento linear significativo com uma das variáveis explanatórias (CPOD), foi o índice Q de Tobin.

Tabela 4.31 - Resumo do modelo explicativo do índice Q de Tobin em 2001

Model	R	R Quadrado	R Quadrado Ajustado	Erro Padrão da Estimativa	Durbin-Watson
1	,609	,370	,350	,435148157	1,930

Fonte: Dados da pesquisa (2003).

Nota: os dados foram trabalhados no *software* SPSS® 11.0.

¹ Regressões podem incluir a possibilidade de obtenção de resultados espúrios ou duvidosos. É comum verificar-se que, por vezes, o valor do R^2 é motivo de aceitação da eficiência de uma regressão, o que pode não ser exitoso. Dito de outra forma, um resultado que parece “fabuloso”, um valor extremamente alto para o R^2 pode carregar consigo um problema, ser uma regressão espúria (GUJARATI, p. 730). Dessa forma, Granger & Newbold (1974, p.111-120) defendem que um boa regra para minimizar essa limitação do modelo é: se R^2 maior que a estatística Durbin-Watson, então podem existir razões para suspeitar que a regressão estimada sofre de regressão espúria.

Além de ter alcançado um valor maior para o R^2 do que o modelo estimado para explicar o comportamento de CRESC, como mostram as tabelas 4.31, o relacionamento entre a variável explanatória e Q contraria o que defende a literatura, a qual preconiza o relacionamento inverso entre a concentração de poder de voto e o desempenho financeiro.

Tabela 4.32 - Coeficientes do modelo explicativo do índice Q de Tobin em 2001

Modelo	Variável explanatória	Coeficientes Não padronizados		Coeficientes Padronizados	t	Sig.
		B	Erro Padrão	Beta		
1	CPOD	,410	,096	,609	4,271	,000

Fonte: Dados da pesquisa (2003).

Nota: os dados foram trabalhados no *software* SPSS® 11.0.

Constata-se, então que, em 2001, as empresas com maiores percentuais de suas ações ordinárias em poder dos três principais acionistas obtiveram maiores níveis de valorização de mercado, como pode ser constatado na tabela 4.32. O índice Q de Tobin, como variável dependente, a um nível de significância de 1%, foi explicado em 37,0% de sua variância por CPOD em 2001.

4.2.3 A influência do tamanho da empresa nas associações entre as variáveis em 2001

Com o objetivo de analisar uma possível influência nas relações entre as variáveis explanatórias e dependentes, foram realizadas análises de regressão controladas pelo tamanho da empresa (TAM), já que, como visto nos diversos estudos citados no capítulo 2 desta pesquisa, o tamanho da firma influencia as associações entre as variáveis envolvidas neste estudo. Dessa forma, a seguir são apresentadas as análises de regressão para os três níveis de tamanho para as empresas aqui adotados, isto é, empresas: *menores*, *intermediárias* e, *maiores*.

4.2.3.1 Análise de regressão para as empresas *menores* em 2001

Ao segmentar-se o conjunto de empresas estudadas, segundo o seu tamanho, para as empresas *menores*, dentre as cinco variáveis de desempenho financeiro, somente o crescimento das vendas (CRESC) obteve modelo, estatisticamente significativo, que explicasse seu comportamento em 2001. Os dados da tabela 4.33 mostram que três modelos foram estatisticamente significativos, o de maior poder de explicação da variância de CRESC obteve um valor para R^2 de 0,763, indicando que 76,3% da variância de CRESC, nas empresas de menor porte, foram explicados pelas três variáveis componentes do modelo: INDCO, CPOD e, TURN.

Tabela 4.33 - Resumos dos modelos explicativos para o crescimento das vendas para as empresas *menores* em 2001

Modelo	R	R Quadrado	R Quadrado Ajustado	Erro Padrão da Estimativa	Durbin-Watson
1	,678	,459	,425	,214247866	
2	,776	,602	,549	,189725668	
3	,874	,763	,712	,151556318	2,314

Fonte: Dados da pesquisa (2003).

Nota: os dados foram trabalhados no *software* SPSS® 11.0.

Também é conveniente registrar o valor da estatística Durbin-Watson (2,091), o qual foi maior que o valor alcançado por R^2 (0,763), indicando que não se trata de uma regressão espúria, segundo o critério estabelecido por Granger & Newbold (1974, p. 111-120). Consistente com a literatura que dá suporte a esta pesquisa, os coeficientes de correlação da independência do conselho de administração (INDCO) e do *turnover* de diretores executivos (TURN) receberam valores positivos, enquanto o da variável CPOD foi negativo.

Tabela 4.34 - Coeficientes dos modelos explicativos para o crescimento das vendas em 2001 para as empresas *menores*

Variável explanatória	Modelo	Coeficiente não padronizado		Coeficientes padronizados	t	Sig.
		B	Erro padrão	Beta		
INDCO	1	,259	,070	,678	3,686	,002
INDCO	2	,677	,190	1,771	3,558	,003
CPOD		-,360	,155	-1,157	-2,325	,035
INDCO	3	,797	,157	2,085	5,080	,000
CPOD		-,532	,136	-1,707	-3,917	,002
TURN		,356	,116	,485	3,083	,008

Fonte: Dados da pesquisa (2003).

Nota: os dados foram trabalhados no *software* SPSS® 11.0.

Dessa forma, como mostra a tabela 4.34, para as empresas *menores*, quanto maior foi a independência do conselho de administração, maior foi o crescimento das vendas em 2001, a exemplo de INDICO, TURN também se mostrou positivamente correlacionado com o crescimento das vendas (CRESC) das empresas *menores* em 2001, indicando que as empresas *menores* que substituíram maiores frações de seus quadros de executivos, em média, tenderam a alcançar maiores percentuais de crescimento das vendas, o que corrobora as argumentações desenvolvidas por Volpin (2002), ou seja, executivos que exibem desempenho não satisfatório devem ser penalizados, com o objetivo de manter níveis razoáveis de desempenho por meio das decisões tomadas pela direção.

Como única variável a receber valor negativo para o coeficiente de correlação, a concentração de poder de voto (CPOD), indica no modelo que, em média, em 2001, as empresas *menores* com poder de voto mais concentrado alcançaram percentuais de crescimento das vendas inferiores àquelas com poder de voto mais pulverizado. Esse achado é consistente com a expectativa de que empresas com alta concentração do poder de voto podem tender a manter pessoas não habilitadas nas funções de direção, as quais necessitarão tomar decisões acerca das estratégias da empresa, o que pode aumentar a probabilidade de realização de níveis de desempenho financeiro insatisfatórios.

4.2.3.2 Análise de regressão para as empresas *intermediárias* em 2001

Para as empresas aqui consideradas *intermediárias*, isto é, com ativo total avaliado entre R\$ 169.483,135mil e R\$ 833.982,610mil, foram obtidos modelos estatisticamente significativos para três das cinco variáveis de desempenho, CRESC, Q e RPL. A concentração de fornecedores (CFORN) exerceu papel fundamental para a explicação do comportamento do crescimento das vendas líquidas (CRESC). É importante registrar o aumento do R^2 de 0,225 (vide tabela 4.29), quando não houve controle pelo tamanho da empresa (TAM) em relação a esta oportunidade, quando o desempenho das empresas foi analisado segundo o seu tamanho, para um R^2 de 0,585, como pode ser observado na tabela 4.35, a seguir, isto é, parece ser CFORN, uma variável muito importante para explicar o desempenho das vendas das empresas consideradas médias em 2001.

Tabela 4.35 - Resumo dos modelos explicativos do crescimento das vendas para as empresas *intermediárias* em 2001

Modelo	R	R Quadrado	R Quadrado Ajustado	Erro Padrão da Estimativa	Durbin-Watson
1	,661	,437	,401	,356104198	
2	,796	,634	,585	,296470373	2,275

Fonte: Dados da pesquisa (2003).

Nota: os dados foram trabalhados no *software* SPSS® 11.0.

Também é possível verificar a correlação positiva da concentração de fornecedores (CFORN) com CRESC para as empresas médias na tabela 4.36, ao nível de significância de 1%, o coeficiente de correlação de CFORN obteve um valor de 0,941, indicando que as empresas *intermediárias* que mantiveram maiores parcelas de suas compras distribuídas entre os três principais fornecedores obtiveram maiores valores para o crescimento das vendas.

Tabela 4.36 - Coeficientes dos modelos explicativos do crescimento das vendas para as empresas *intermediárias* em 2001

Modelo	Variável explanatória	Coeficientes Não padronizados		Coeficientes Padronizados	t	Sig.
		B	Padrão Erro	Beta		
1	CFORN	,559	,159	,661	3,521	,003
2	CFORN	,941	,188	1,113	4,992	,000
	TRANSP	-,321	,113	-,634	-2,843	,012

Fonte: Dados da pesquisa (2003).

Nota: os dados foram trabalhados no *software* SPSS® 11.0.

Ainda na tabela 4.36, é possível notar que a variável TRANSP também se mostrou estatisticamente significativa no modelo explicativo de CRESC para as empresas *intermediárias*, com um detalhe de que surge com sinal negativo, contrariando o que indica a literatura, ou seja, as empresas *intermediárias* que foram auditadas por empresas de reconhecimento internacional mostraram um desempenho, em termos de crescimento das vendas, menor que aquelas empresas que não foram examinadas pelas *big five*.

Verificando as informações contidas na tabela 4.37, constata-se que para a variável Q, a exemplo da regressão realizada com o conjunto de empresas completo, como visto na tabela 4.32, ao nível de significância de 1%, as empresas *intermediárias* que possuíam poder de voto mais concentrado também mostraram maiores níveis de valorização de mercado.

Tabela 4.37 - Resumo do modelo explicativo do índice Q de Tobin para as empresas *intermediárias* em 2001

Modelo	R	R Quadrado	R Quadrado Ajustado	Erro Padrão da Estimativa	Durbin-Watson
1	,607	,368	,323	,295748481	2,006

Fonte: Dados da pesquisa (2003).

Nota: os dados foram trabalhados no *software* SPSS® 11.0.

Assim, torna-se evidente que 36,8% da variância do índice Q de Tobin para as empresas *intermediárias* em 2001 foram explicados pela concentração de poder de voto (CPOD).

Tabela 4.38 - Coeficientes dos modelos explicativos do índice Q de Tobin para as empresas intermediárias em 2001

Modelo	Variável explanatória	Coeficientes Não padronizados		Coeficientes Padronizados	t	Sig.
		B	Erro Padrão	Beta		
1	CPOD	,289	,101	,607	2,858	,013

Fonte: Dados da pesquisa (2003).

Nota: os dados foram trabalhados no *software* SPSS® 11.0.

Como o sinal do coeficiente de correlação de CPOD foi positivo, evidencia-se que, em média, as empresas de tamanho intermediário de maior concentração do poder de voto exibiram, no ano de 2001, maiores valores para o índice Q de Tobin, *proxy* de valor da firma.

Uma outra variável de desempenho financeiro que obteve modelo de regressão estatisticamente significativo para as empresas *intermediárias* no ano 2001 foi RPL. Como pode ser visto na tabela 4.39, o valor do R² obtido foi relativamente baixo, somente 23,7% da variância de RPL foram explicados pelo termo quadrático do logaritmo natural do tamanho do conselho de administração, (lnTAMC)².

Tabela 4.39 - Resumo do modelo explicativo do retorno sobre o patrimônio líquido para as empresas intermediárias em 2001

Modelo	R	R Quadrado	R Quadrado Ajustado	Erro Padrão da Estimativa	Durbin-Watson
1	,486	,237	,189	25,00911	1,891

Fonte: Dados da pesquisa (2003).

Nota: os dados foram trabalhados no *software* SPSS® 11.0.

Ao se observar os dados expostos na tabela 4.40, nota-se que, ao nível de 5% de significância, o sinal do coeficiente da variável explanatória foi negativo, isto é, o termo quadrático do modelo proposto na expressão [14] indicaria, neste caso, a existência de um ponto de máximo para o tamanho do conselho de administração das empresas *intermediárias* em 2001, com respeito ao retorno sobre o patrimônio líquido (RPL).

Tabela 4.40 - Coeficientes dos modelos explicativos do retorno sobre o patrimônio líquido para as empresas *intermediárias* em 2001

Modelo	Variável explanatória	Coeficientes Não padronizados		Coeficientes Padronizados	t	Sig.
		B	Erro Padrão	Beta		
1	(lnTAMC) ²	-4,174	1,875	-,486	-2,227	,041

Fonte: Dados da pesquisa (2003).

Nota: os dados foram trabalhados no *software* SPSS® 11.0.

Na próxima subseção são apresentados e discutidos os dados da análise multivariada no subconjunto das empresas *maiores*, no ano de 2001.

4.2.3.3 Análise de regressão para as empresas *maiores* em 2001

Nesta subseção, realiza-se a análise multivariada das variáveis no conjunto das empresas *maiores* no ano de 2001. Somente uma das cinco variáveis de desempenho financeiro obteve modelo explicativo estatisticamente significativo, Q. A tabela 4.41 esclarece que o índice Q de Tobin obteve 76,3% de variância entendida a partir de TRANSP.

Tabela 4.41 - Resumo do modelo explicativo do índice Q de Tobin para as empresas *maiores* em 2001

Variável dependente	Modelo	R	R Quadrado	R Quadrado Ajustado	Erro padrão da estimativa	Durbin-Watson
Q	1	,874	,763	,729	,335701459	1,585

Fonte: Dados da pesquisa (2003).

Nota: os dados foram trabalhados no *software* SPSS® 11.0.

Ao nível de significância de 1%, TRANSP mostrou-se positivamente correlacionada com Q, como pode ser constatado na tabela 4.42. Isso revela que as empresas de maior porte, que foram auditadas por uma das *big five*, em média, obtiveram maiores valores para o índice Q de Tobin.

Tabela 4.42 - Coeficientes do modelo explicativo do índice Q de Tobin para as empresas maiores em 2001

Variável explanatória	Coeficientes não padronizado		Coeficientes padronizados		t	Sig.
	Modelo	B	Erro padrão	Beta		
TRANSP	1	,602	,127	,874	4,748	,002

Fonte: Dados da pesquisa (2003).

Nota: os dados foram trabalhados no *software* SPSS® 11.0.

Na próxima seção são apresentados e discutidos os resultados obtidos para o ano de 2000, na mesma seqüência com que foram debatidos os resultados de 2001.

4.3 Discussão dos resultados de 2000

Aqui são examinados os dados relativos ao ano de 2000, a exemplo da seção 4.2, que discutiu os resultados para o ano de 2001, e assim como a seção 4.4, que debaterá os resultados obtidos para o ano de 1999. Inicialmente, é realizada a análise bivariada, posteriormente são discutidas as regressões múltiplas onde o desempenho financeiro é a variável dependente, sendo tal análise desenvolvida com e, logo em seguida, sem o controle pelo tamanho das empresas.

4.3.1 Matrizes de correlação para 2000

Esta subseção expõe e discute os coeficientes de correlação entre as variáveis de governança, de estratégia de diversificação e de desempenho financeiro para o ano de 2000. A tabela 4.43 apresenta os resultados das correlações entre as variáveis de governança corporativa, logo em seguida a tabela 4.44 apresenta os resultados das

correlações entre as variáveis de governança corporativa e as de estratégia de diversificação e, finalmente, na tabela 4.45 podem ser vistos os resultados para as correlações entre os três grupos de variáveis deste estudo.

Logo após a exposição de cada uma dessas tabelas são elaboradas as discussões acerca dos resultados encontrados na análise bivariada.

Tabela 4.43 - Matriz de correlações entre as variáveis de governança no ano 2000

	TURN	PART	TAM	TRANSP	CPOD	INDCO	INDPR	TAMC
TURN	1							
PART	-,003 (,974)	1						
TAM	-,053 (,541)	,024 (,780)	1					
TRANSP	,200 (,020)	-,066 (,444)	,187 (,028)	1				
CPOD	,098 (,256)	-,095 (,270)	-,156 (,046)	,027 (,754)	1			
INDCO	,062 (,473)	,030 (,733)	,164 (,051)	,207 (,015)	-,173 (,040)	1		
INDPR	-,004 (,967)	,035 (,690)	,180 (,034)	,211 (,014)	-,171 (,044)	,584 (,000)	1	
TAMC	,051 (,557)	,076 (,378)	,142 (,092)	,290 (,001)	-,223 (,008)	,362 (,000)	,340 (,000)	1

Fonte: Dados da pesquisa (2003).

Nota: os dados foram trabalhados no *software* SPSS® 11.0.

*O nível de significância está entre parêntesis.

** Os coeficientes de correlação estatisticamente significativos até o nível de 5% estão em negrito.

*** Número de casos máximo: 135; mínimo: 127

- (a) quanto maior a independência do conselho de administração (INDCO), maior a probabilidade de a empresa ter suas demonstrações examinadas por uma das auditorias *big five* (TRANSP); o que pode ser um sinal de que as empresas que preservam a independência do conselho tendem a dedicar atenção à reputação, em nível internacional, da empresa que lhe presta serviços de auditoria;
- (b) quanto maior a concentração do poder de voto (CPOD), menor a probabilidade de um diretor executivo participar dos lucros da empresa (PART), o que vem corroborar a idéia de menor necessidade de administrar conflitos de interesses entre

os acionistas e os administradores em empresas que possuam capital votante concentrado (JENSEN & MECKLING, 1976);

- (c) quanto maior a independência do conselho de administração (INDCO), maior a probabilidade de o presidente do conselho ser independente (INDPR);
- (d) quanto maior a probabilidade do presidente do conselho de administração ser independente, maior a probabilidade de a empresa ser auditada por uma *big five*;
- (e) quanto maior a empresa maior a probabilidade de ser auditada por uma das *big five* (TRANSP), maiores as proporções de conselheiros independentes (INDCO);
- (f) quanto maior a empresa (TAM), maior a probabilidade do presidente do conselho de administração não desenvolver atividades de diretor executivo, isto é, de ser um presidente independente (INDPR).

O tamanho do conselho de administração (TAMC) foi a variável de governança corporativa que mais obteve coeficientes de correlação estatisticamente significativos. Inicialmente é vista uma correlação positiva com TRANSP, indicando que empresas que possuem conselhos maiores possuem maior probabilidade de terem suas demonstrações examinadas por uma das *big five*; positivo também é o sinal da correlação entre TAMC e INDCO, sinalizando que os conselhos de administração com maior quantidade de membros tendem a possuir maiores proporções de conselheiros independentes, assim como também foi positivo o sinal do coeficiente de correlação entre TAMC e INDPR, corroborando a expectativa de que conselhos maiores, por terem maiores proporções de conselheiros independentes, possuíssem maior probabilidade de não existir superposição dos cargos de presidente do conselho de administração e de diretor executivo, isto é, do presidente do conselho de administração ser independente.

O tamanho do conselho também mostrou-se positivamente correlacionado com o tamanho da empresa, indicando que empresas maiores tendem a ter maiores quantidades

de membros no conselho de administração. O único coeficiente de correlação, estatisticamente significativo, negativo, de TAMC, foi com o índice de concentração de poder de voto (CPOD), mostrando um indício de que empresas de poder de voto mais concentrado tendem a manter menores quantidades de membros no conselho de administração.

Como pode ser verificado na tabela 4.44, ao nível de 5%, nenhuma das variáveis de estratégia de diversificação apresentou coeficientes de correlação com as variáveis de governança corporativa estatisticamente significativos no ano de 2000.

Tabela 4.44 – Matriz de correlações entre as variáveis de governança e de estratégia de diversificação no ano 2000

	TURN	PART	TAM	TRANSP	CPOD	INDCO	INDPR	TAMC	CPROD	CFORN
TURN	1									
PART	-,003 (,974)	1								
TAM	-,053 (,541)	,024 (,780)	1							
TRANSP	,200 (,020)	-,066 (,444)	,187 (,028)	1						
CPOD	,098 (,256)	-,095 (,270)	-,156 (,046)	,027 (,754)	1					
INDCO	,062 (,473)	,030 (,733)	,164 (,051)	,207 (,015)	-,173 (,040)	1				
INDPR	-,004 (,967)	,035 (,690)	,180 (,034)	,211 (,014)	-,171 (,044)	,584 (,000)	1			
TAMC	,051 (,557)	,076 (,378)	,142 (,092)	,290 (,001)	-,223 (,008)	,362 (,000)	,340 (,000)	1		
CPROD	,080 (,479)	-,202 (,070)	-,137 (,209)	-,059 (,596)	,101 (,354)	-,059 (,594)	-,106 (,335)	-,002 (,989)	1	
CFORN	-,033 (,793)	-,110 (,375)	,081 (,492)	-,145 (,245)	,030 (,798)	-,007 (,956)	-,152 (,227)	-,161 (,197)	,209 (,174)	1

Fonte: Dados da pesquisa (2003).

Nota: os dados foram trabalhados no *software* SPSS® 11.0.

*O nível de significância está entre parêntesis.

** Os coeficientes de correlação estatisticamente significativos até o nível de 5% estão em negrito.

*** Número de casos máximo: 135; mínimo: 94

A seguir, na tabela 4.45, é apresentada e discutida a matriz de correlações entre as variáveis de governança corporativa, estratégia de diversificação e desempenho financeiro para o ano de 2000.

Tabela 4.45 - Matriz de correlações entre as variáveis de governança corporativa, de estratégia de diversificação e de desempenho financeiro no ano 2000

	CRESC	Q	MEBIT	ROA	RPL	TURN	PART	TAM	TRANSP	CPOD	INDCO	INDPR	TAMC	CPROD	CFORN
CRESC	1														
Q	,131 (,147)	1													
MEBIT	,141 (,087)	,012 (,897)	1												
ROA	,172 (,034)	-,241 (,006)	,260 (,001)	1											
RPL	,039 (,640)	-,106 (,250)	,286 (,001)	,764 (,000)	1										
TURN	-,007 (,937)	-,004 (,971)	-,046 (,605)	,054 (,535)	,023 (,795)	1									
PART	,116 (,187)	-,197 (,043)	,052 (,559)	-,097 (,267)	,026 (,768)	-,003 (,974)	1								
TAM	,162 (,042)	,203 (,021)	,284 (,000)	,166 (,036)	,154 (,058)	-,053 (,541)	,024 (,780)	1							
TRANSP	,207 (,017)	,115 (,237)	,302 (,000)	,141 (,103)	,141 (,110)	,200 (,020)	-,066 (,444)	,187 (,028)	1						
CPOD	-,052 (,511)	,103 (,244)	,043 (,594)	-,057 (,478)	-,084 (,298)	,098 (,256)	-,095 (,270)	-,156 (,046)	,027 (,754)	1					
INDCO	,126 (,147)	,059 (,542)	,035 (,685)	,160 (,060)	,177 (,043)	,062 (,473)	,030 (,733)	,164 (,051)	,207 (,015)	-,173 (,040)	1				
INDPR	,076 (,386)	,101 (,301)	,037 (,672)	,136 (,116)	,216 (,014)	-,004 (,967)	,035 (,690)	,180 (,034)	,211 (,014)	-,171 (,044)	,584 (,000)	1			
TAMC	,137 (,114)	-,099 (,302)	,197 (,022)	,206 (,015)	,180 (,039)	,051 (,557)	,076 (,378)	,142 (,092)	,290 (,001)	-,223 (,008)	,362 (,000)	,340 (,000)	1		
CPROD	-,276 (,011)	-,164 (,177)	,195 (,082)	,068 (,541)	,049 (,661)	,080 (,479)	-,202 (,070)	-,137 (,209)	-,059 (,596)	,101 (,354)	-,059 (,594)	-,106 (,335)	-,002 (,989)	1	
CFORN	-,186 (,113)	,007 (,961)	-,031 (,801)	-,057 (,631)	-,191 (,124)	-,033 (,793)	-,110 (,375)	,081 (,492)	-,145 (,245)	,030 (,798)	-,007 (,956)	-,152 (,227)	-,161 (,197)	,209 (,174)	1

Fonte: Dados da pesquisa (2003).

Nota: os dados foram trabalhados no *software* SPSS® 11.0.

*O nível de significância está entre parêntesis.

** Os coeficientes de correlação estatisticamente significativos até o nível de 5% estão em negrito.

*** Número de casos máximo: 159; mínimo: 94

(a) a exemplo de 2001, no ano de 2000, a variável tamanho das empresas (TAM), mostrou a maior freqüência de correlações estatisticamente significativas com as variáveis de desempenho, reforçando a suspeita de o tamanho das empresas pode influenciar os níveis de desempenho financeiro por ela alcançados, nessa oportunidade, somente o índice Q de Tobin (Q) não apresentou significância estatística de sua correlação com o tamanho das empresas (TAM), todas as variáveis que mostraram correlação com o logaritmo do tamanho da empresa, obtiveram associações positivas, indicando que quanto maior for a empresa, maior a probabilidade da ocorrência de um desempenho superior.

A próxima seção desenvolve a análise multivariada das variáveis de governança corporativa, estratégia de diversificação e de desempenho financeiro para o ano de 2000.

4.3.2 Análise de regressão múltipla para 2000

Nesta subseção realiza-se a análise de regressão múltipla, na qual figuram as variáveis de desempenho financeiro, como variáveis dependentes, e as variáveis de governança corporativa e estratégia de diversificação como variáveis explanatórias, para o ano de 2000.

Aqui, o crescimento das vendas líquidas (CRESC), o índice Q de Tobin (Q) e a mudança no EBIT (MEBIT) obtiveram significância estatística, quando explicadas pelas variáveis independentes. Como observado na tabela 4.46, o R^2 do modelo que explica o comportamento de CRESC em 2000 foi de 0,451, o que indica que 45,1% da variância de CRESC pôde ser explicada a partir da variável explanatória (lnTAMC)².

Tabela 4.46 - Resumo do modelo explicativo do crescimento das vendas em 2000

Modelo	R	R Quadrado	R Quadrado Ajustado	Erro Padrão da Estimativa	Durbin-Watson
1	,682	,465	,451	,222323375	2,021

Fonte: Dados da pesquisa (2003).

Nota: os dados foram trabalhados no *software* SPSS® 11.0.

A tabela 4.47 esclarece que os valores assumidos por CRESC, no ano de 2000, não foram explicados pela mesma variável explanatória em 2001 (CFORN).

Tabela 4.47 - Coeficientes do modelo explicativo do crescimento das vendas em 2000

Modelo	Variável explanatória	Coeficientes Não padronizados		Coeficientes Padronizados	t	Sig.
		B	Erro Padrão	Beta		
1	(lnTAMC) ²	5,565E-02	,010	,682	5,824	,000

Fonte: Dados da pesquisa (2003).

Em 2000, o termo quadrático do logaritmo natural do tamanho do conselho de administração mostrou-se estatisticamente significativo a 1% para explicar o comportamento de CRESC, assumindo sinal do coeficiente de regressão positivo, ao contrário da ocasião em que surgiu com sinal negativo, quando explicou o comportamento de RPL, para as empresas *intermediárias*, em 2001, como mostrou a tabela 4.40. Isso contraria a expectativa da existência de um ponto de máximo para o tamanho do conselho de administração em relação ao desempenho (dada pelo sinal negativo para o coeficiente de regressão de $(\ln TAMC)^2$), quando este medido pelo crescimento das vendas.

Uma das outras variáveis de desempenho financeiro que obtiveram significância estatística, o índice Q de Tobin, foi explicada pela variável de governança corporativa TRANSP, como visto na tabela 4.48, a seguir.

Tabela 4.48 - Resumo do modelo explicativo do índice Q de Tobin em 2000

Modelo	R	R Quadrado	R Quadrado Ajustado	Erro Padrão da Estimativa	Durbin-Watson
1	,665	,443	,423	,376283053	1,774

Fonte: Dados da pesquisa (2003).

Nota: os dados foram trabalhados no *software* SPSS® 11.0.

Com 44,3% de sua variância explicada pela variável TRANSP, Q mostrou assumir maiores valores para as empresas que foram auditadas por uma das *big five*, a exemplo das empresas *maiores* em 2001, como visto na tabela 4.42. Desse modo, na tabela 4.49 pode-se observar que, em média, ao nível de significância de 1%, as empresas que foram auditadas pelas *big five* obtiveram um acréscimo no seu valor de mercado estimado pelo Q de Tobin, no ano de 2000.

Tabela 4.49 - Coeficientes do modelo explicativo do índice Q de Tobin em 2000

Modelo	Variável explanatória	Coeficientes Não padronizados		Coeficientes Padronizados	t	Sig.
		B	Erro Padrão	Beta		
1	TRANSP	,378	,080	,665	4,716	,000

Fonte: Dados da pesquisa (2003).

Nota: os dados foram trabalhados no *software* SPSS® 11.0.

A variável MEBIT, apesar de mostrar ser explicada com significância estatística, por TRANSP, obteve um valor para R^2 relativamente baixo (0,265), como ilustra a tabela 4.50, se comparado com o poder de explicação dos outros Modelos apresentados para as outras variáveis de desempenho financeiro, CRESC e Q, no ano 2000.

Tabela 4.50 - Resumo do modelo explicativo da mudança no EBIT em 2000

Modelo	R	R Quadrado	R Quadrado Ajustado	Padrão Erro da Estimativa	Durbin-Watson
1	,515	,265	,245	2,008938352	1,849

Fonte: Dados da pesquisa (2003).

Nota: os dados foram trabalhados no *software* SPSS® 11.0.

Adicionalmente, na tabela 4.51, a seguir apresentada, nota-se que, ao nível de significância de 1%, o sinal do coeficiente de correlação de TRANSP é positivo indicando que as empresas auditadas pelas *big five* tenderam a exibir maiores valores para MEBIT.

Tabela 4.51 - Coeficientes do modelo explicativo da mudança no EBIT em 2000

Modelo	Variável explanatória	Coeficientes Não padronizados		Coeficientes Padronizados	t	Sig.
		B	Erro Padrão	Beta		
1	TRANSP	1,387	,380	,515	3,654	,001

Fonte: Dados da pesquisa (2003).

Nota: os dados foram trabalhados no *software* SPSS® 11.0.

Assim como se desenvolveram as análises para o ano de 2001, adiante se verificam os resultados para o ano de 2000 sob o controle do tamanho das empresas, segundo as três categorias: empresas *menores*, *intermediárias* e *maiores*.

4.3.3 A influência do tamanho da empresa nas associações entre as variáveis em 2000

Esta subseção realiza a análise multivariada das variáveis de governança corporativa, estratégia de diversificação e desempenho financeiro, controlada pelo tamanho das empresas, no ano de 2000. Nenhuma das cinco variáveis de desempenho financeiro obteve modelos estatisticamente significativos que explicassem seu comportamento no ano 2000 para as empresas *menores*. Por outro lado, para as empresas *intermediárias*, somente Q obteve modelo explicativo e, finalmente, para as empresas *maiores*, CRESC, Q e MEBIT obtiveram modelos estatisticamente significativos ao nível de 1%.

4.3.3.1 Análise de regressão para as empresas *intermediárias* em 2000

A estratégia de diversificação de linha de produtos (CPROD) mostrou-se relevante para o desempenho financeiro das indústrias *intermediárias*, no ano 2000, a qual assumiu sinal positivo para o coeficiente de regressão, indicando que as empresas que concentraram suas vendas em quantidades menores de produtos, em média, alcançaram maiores níveis de crescimento das vendas. Ao observar a tabela 4.52 nota-se que 73,5% da variância do valor das empresas foi explicado por CPROD. Note-se porém que o valor da estatística Durbin-Watson (1,395) é maior que o valor (0,735) assumido pelo R^2 , indicando tratar-se de uma regressão não-espúria.

Tabela 4.52 - Resumo do modelo explicativo do índice Q de Tobin para as empresas *intermediárias* em 2000

Variável dependente	Modelo	R	R Quadrado	R Quadrado ajustado	Erro padrão da Estimativa	Durbin-Watson
Q	1	,735	,541	,508	,324116744	1,395

Fonte: Dados da pesquisa (2003).

Nota: os dados foram trabalhados no *software* SPSS® 11.0.

Corroborando o que defendem Palich, Cardinal & Miller (2000), ao nível de significância de 1%, a concentração de produtos relacionou-se positivamente com o desempenho financeiro, aqui medido pelo índice Q de Tobin, como pode ser verificado na tabela 4.53, a seguir apresentada.

Tabela 4.53 - Coeficientes do modelo explicativo do índice Q de Tobin para as empresas intermediárias em 2000

Variável explanatória	Modelo	Coeficientes não padronizado		Coeficientes padronizados	t	Sig.
		B	Erro padrão	Beta		
CPROD	1	,380	,094	,735	4,061	,001

Fonte: Dados da pesquisa (2003).

Nota: os dados foram trabalhados no *software* SPSS® 11.0.

Apoiando o que defende uma parcela representativa da literatura, a concentração de produtos colaborou para que empresas alcançassem maior valor de mercado. Em outras palavras, as empresas com linhas de produtos mais concentradas obtiveram incrementos para os valores assumidos por Q.

Adiante, discutem-se os resultados obtidos para o conjunto das empresas *maiores* em 2000.

4.3.3.2 Análise de regressão para as empresas maiores em 2000

Somente a variável ROA e RPL não obtiveram modelo estatisticamente explicativo, no âmbito das empresas *maiores* em 2000. O crescimento das vendas (CRESC) foi positivamente impactado, com significância estatística de 1%, por TRANSP, indicando, que as empresas que foram auditadas pelas *big five*, alcançaram maiores valores para CRESC. A tabela 4.54 esclarece que 88,3% da variância de CRESC foi explicada a partir de TRANSP.

Tabela 4.54 - Resumos do modelo explicativo do crescimento das vendas para as empresas maiores em 2000

Modelo	R	R Quadrado	R Quadrado Ajustado	Padrão Erro da Estimativa	Durbin-Watson
1	,940	,883	,872	,122761295	1,623

Fonte: Dados da pesquisa (2003).

Nota: os dados foram trabalhados no *software* SPSS® 11.0.

Consistente com a literatura, TRANSP assumiu valor positivo no modelo explanatório para CRESC, como pode ser constatado na tabela 4.55.

Tabela 4.55 - Coeficientes do modelo explicativo do crescimento das vendas para as empresas maiores em 2000

Modelo	Variável explanatória	Coeficientes Não padronizados		Coeficientes Padronizados	t	Sig.
		B	Erro Padrão	Beta		
1	TRANSP	,338	,039	,940	8,703	,000

Fonte: Dados da pesquisa (2003).

Nota: os dados foram trabalhados no *software* SPSS® 11.0.

Dessa forma, ao nível de significância estatística de 1%, evidencia-se a correlação positiva de TRANSP com CRESC. Indicando que as empresas de maior porte que foram auditadas pelas *big five*, no ano de 2000, tenderam a expressar maior níveis de crescimento das vendas.

Tabela 4.56 - Resumos do modelo explicativo do índice Q de Tobin para as empresas maiores em 2000

Modelo	R	R Quadrado	R Quadrado Ajustado	Padrão Erro da Estimativa	Durbin-Watson
1	,831	,691	,656	,261803080	1,553

Fonte: Dados da pesquisa (2003).

Nota: os dados foram trabalhados no *software* SPSS® 11.0.

É interessante registrar o poder de explicação da variância de Q por meio de TRANSP que, no modelo resumido na tabela 4.56, anteriormente apresentada, assume um valor de 69,1%. A exemplo de 2001, no ano 2000, a variável TRANSP obteve significância

estatística para explicar o comportamento de Q nas empresas *maiores*, como observa-se na tabelas 4.57.

Tabela 4.57 - Coeficientes do modelo explicativo do índice Q de Tobin para as empresas *maiores* em 2000

Modelo	Variável explanatória	Coeficientes Não padronizados		Coeficientes Padronizados	t	Sig.
		B	Erro Padrão	Beta		
1	TRANSP	,391	,087	,831	4,485	,002

Fonte: Dados da pesquisa (2003).

Nota: os dados foram trabalhados no *software* SPSS® 11.0.

A mudança no EBIT foi explicada em 64,7% de sua variância pela variável CFORN, como mostra a tabela 4.58. Na tabela 4.59 verifica-se que MEBIT foi positivamente impactada por CFORN.

Tabela 4.58 - Resumos do modelo explicativo da mudança no EBIT para as empresas *maiores* em 2000

Modelo	R	R Quadrado	R Quadrado Ajustado	Erro Padrão da Estimativa	Durbin-Watson
1	,805	,647	,603	1,990089801	1,464

Fonte: Dados da pesquisa (2003).

Nota: os dados foram trabalhados no *software* SPSS® 11.0.

Esse resultado indica que as empresas que possuíam maiores quantidades de fornecedores em suas estruturas de suprimento obtiveram menores percentuais para a mudança do EBIT, isto é, quanto mais concentradas foram as compras da empresa, maiores foram os valores obtidos para MEBIT.

Tabela 4.59 - Coeficientes do modelo explicativo da mudança no EBIT para as empresas *maiores* em 2000

Modelo	Variável explanatória	Coeficientes Não padronizados		Coeficientes Padronizados	t	Sig.
		B	Erro Padrão	Beta		
1	CFORN	6,446	1,682	,805	3,833	,005

Fonte: Dados da pesquisa (2003).

Nota: os dados foram trabalhados no *software* SPSS® 11.0.

Na próxima seção, expõem-se e debatem-se os resultados obtidos para o ano de 1999, na mesma seqüência com que foram analisados os dados de 2001 e 2000.

4.4 Discussão dos resultados de 1999

Aqui são examinados os dados relativos ao ano de 1999. A exemplo das seções 4.2 e 4.3, que discutiram os resultados para o ano de 2001 e 2000, respectivamente, a seção 4.4, debaterá os resultados obtidos para o ano de 1999. Inicialmente, é realizada a análise bivariada, posteriormente são discutidas as regressões múltiplas onde o desempenho financeiro é a variável dependente, sendo tal análise desenvolvida com e, logo em seguida, sem o controle pelo tamanho das empresas, ou seja, são discutidos os resultados obtidos para as empresas *menores, intermediárias e maiores*.

4.4.1 Matrizes de correlação para 1999

Esta subseção expõe e discute os coeficientes de correlação entre as variáveis de governança, de estratégia de diversificação e de desempenho financeiro para o ano de 1999. A tabela 4.60 apresenta os resultados das correlações entre as variáveis de governança corporativa, logo em seguida a tabela 4.61 apresenta os resultados das correlações entre as variáveis de governança corporativa e as de estratégia de diversificação e, finalmente, na tabela 4.62 podem ser vistos os resultados para as correlações entre os três grupos de variáveis deste estudo.

Logo após a exposição de cada uma dessas tabelas são elaboradas as discussões acerca dos resultados encontrados.

Tabela 4.60 - Matriz de correlações entre as variáveis de governança corporativa em 1999

	TURN	PART	TAM	TRANSP	CPOD	INDCO	INDPR	TAMC
TURN	1							
PART	-,058 (,502)	1						
TAM	,069 (,418)	-,137 (,106)	1					
TRANSP	,174 (,041)	-,085 (,319)	,203 (,016)	1				
CPOD	-,023 (,791)	-,089 (,296)	-,063 (,420)	-,013 (,879)	1			
INDCO	,128 (,134)	-,020 (,819)	,183 (,028)	,183 (,030)	-,049 (,564)	1		
INDPR	-,051 (,556)	-,015 (,865)	,183 (,029)	,193 (,023)	-,130 (,120)	,529 (,000)	1	
TAMC	,054 (,533)	-,004 (,966)	,178 (,033)	,300 (,000)	-,180 (,031)	,340 (,000)	,297 (,000)	1

Fonte: Dados da pesquisa (2003).

Nota: os dados foram trabalhados no *software* SPSS® 11.0.

*O nível de significância está entre parêntesis.

** Os coeficientes de correlação estatisticamente significativos até o nível de 5% estão em negrito.

*** Número de casos máximo: 143; mínimo: 134

- (a) quanto maior a proporção de conselheiros independentes (INDCO), maior a probabilidade de a empresa ser auditada por uma *big five* (TRANSP), um resultado consistente com as correlações em 2000 e em 2001, reforçando a idéia de que existe um relacionamento entre essas duas variáveis ao longo do tempo;
- (b) quanto maior a independência do conselho de administração (INDCO), maior é a probabilidade da independência do presidente do conselho (INDPR), assim como também seria maior a probabilidade de a empresa ter suas demonstrações financeiras examinadas por uma auditoria independente de reconhecimento internacional (TRANSP), as *big five*, esses relacionamentos também foram consistentes com as correlações observadas em 2000 e 2001, reforçando a suspeita de que a independência do conselho possui relação positiva com a independência do presidente do conselho e com a transparência da empresa;
- (c) por mais uma oportunidade, a concentração de poder de voto (CPOD) apresentou coeficiente de correlação negativo com o tamanho do conselho de administração

(TAMC), esse relacionamento é consistente com a idéia que empresas de poder de voto mais concentrado, por terem menor tendência a necessitar de incorrer em custos de agência, como a monitoração das atividades dos executivos, são menos propensas a manter conselhos com maiores quantidade de membros, situação reforçada por ter sido observada também nos dados referentes a 2000 e 2001, como mostram as tabelas 4.43 e 4.26, respectivamente;

- (d) os coeficientes de correlação do tamanho da empresa (TAM) foram positivos, ao nível de significância de 1%, com TRANSP, INDCO e INDPR, indicando que as empresas maiores tendem a ser mais transparentes, possuem maiores parcelas de conselheiros independentes e ainda são mais propensas a manter o presidente do conselho de administração isento de atividades de diretor executivo, isto é, são mais propensas a ter um presidente do conselho de administração independente, esse resultado também foi observado em 2000 e 2001;
- (e) o tamanho do conselho de administração (TAMC) a exemplo das outras variáveis de governança corporativa, em 1999, manteve correlações que foram observadas em 2000 e em 2001, coeficientes positivos com TRANSP, INDCO, INDPR e TAM, e negativo com CPOD, dito de outra forma, as empresas que possuem maiores conselhos tendem a: exibir maior probabilidade de ser auditada por uma das *big five* (TRANSP), manter maiores proporções de conselheiros independentes, assim como são mais propensas a possuir um presidente de conselho de administração independente, as empresas maiores tendem a constituir conselhos com maior número de integrantes, e finalmente, verifica-se que empresas com maiores níveis de concentração de poder de voto tendem a constituir seus conselhos que menores números de integrantes;

(f) quanto mais independente foi conselho de administração, maior foi o nível de turnover (TURN) de diretores, no ano de 1999, o que pode ser explicado a partir da idéia de que conselhos independentes, por possuírem maior poder disciplinador sobre os executivos, podem ter impulsionado maiores níveis de rotatividade de executivos nesse período, provavelmente motivados essencialmente por alguns índices de desempenho insatisfatórios

A seguir, na tabela 4.61, são apresentados os coeficientes de correlação entre as variáveis de governança corporativa e as variáveis de estratégia de diversificação. Nenhuma variável de estratégia de diversificação apresentou correlação estatisticamente significativa a um nível de 5%, com uma das variáveis de governança.

Tabela 4.61 - Matriz de correlações entre as variáveis de governança corporativa e de estratégia de diversificação em 1999

	TURN	PART	TAM	TRANSP	CPOD	INDCO	INDPR	TAMC	CPROD	CFORN
TURN	1									
PART	-,058 (,502)	1								
TAM	,069 (,418)	-,137 (,106)	1							
TRANSP	,174 (,041)	-,085 (,319)	,203 (,016)	1						
CPOD	-,023 (,791)	-,089 (,296)	-,063 (,420)	-,013 (,879)	1					
INDCO	,128 (,134)	-,020 (,819)	,183 (,028)	,183 (,030)	-,049 (,564)	1				
INDPR	-,051 (,556)	-,015 (,865)	,183 (,029)	,193 (,023)	-,130 (,120)	,529 (,000)	1			
TAMC	,054 (,533)	-,004 (,966)	,178 (,033)	,300 (,000)	-,180 (,031)	,340 (,000)	,297 (,000)	1		
CPROD	-,171 (,108)	-,179 (,093)	-,025 (,809)	-,003 (,976)	,074 (,482)	-,004 (,967)	-,013 (,905)	,050 (,635)	1	
CFORN	,162 (,183)	-,157 (,191)	,140 (,222)	-,013 (,917)	,049 (,668)	,028 (,820)	-,145 (,232)	-,080 (,509)	-,001 (,997)	1

Fonte: Dados da pesquisa (2003).

Nota: os dados foram trabalhados no *software* SPSS® 11.0.

*O nível de significância está entre parêntesis

** Os coeficientes de correlação estatisticamente significativos até o nível de 5% estão em negrito

*** Número de casos máximo: 143; mínimo: 98

A tabela 4.62, que é apresentada a seguir, registra os coeficientes de correlação das variáveis de governança corporativa e de estratégia de diversificação contra as variáveis de desempenho financeiro para o ano de 1999.

- (a) em 1999 o índice Q de Tobin (Q) que, em 2000 somente apresentou correlação significativa com a variável tamanho da empresa (TAM) e com a participação dos diretores executivos nos lucros da empresa (PART), sendo que neste último caso com coeficiente de correlação negativo, aqui mostrou significância estatística de correlação com cinco das sete variáveis de governança corporativa empregadas nesta pesquisa, quanto maior a probabilidade de participação nos lucros por parte dos diretores executivos (PART), pior é o desempenho de Q, quanto maior a probabilidade da empresa ser auditada por uma das *big five* (TRANSP), maior é o valor de Q, a independência do conselho surge com correlação positiva com Q, isto é, quanto maior a proporção de conselheiros independentes em relação àqueles que também ocupam cargos na diretoria executiva (INDCO), mais a probabilidade de a empresa criar valor, idéia alinhada com as expectativas formadas a partir da literatura internacional, o maior coeficiente de correlação significativo encontrado das variáveis de governança com o Q foi da variável independência do presidente do conselho (INDPR), situação consistente com as recomendações da CVM e do IBGC, contudo o maior grau de significância ficou para a correlação, positiva, entre concentração de poder de voto (CPOD) e Q, indício que vai de encontro às recomendações realizadas por vários estudos que relacionam concentração de poder de voto, como o de Siqueira (1998);

Tabela 4.62 – Matriz de correlações entre as variáveis de governança corporativa, estratégia de diversificação e de desempenho financeiro em 1999

	CRESC	Q	MEBIT	ROA	RPL	TURN	PART	TAM	TRANSP	CPOD	INDCO	INDPR	TAMC	CPROD	CFORN
CRESC	1														
Q	,060 (,493)	1													
MEBIT	,247 (,003)	,040 (,666)	1												
ROA	,182 (,021)	-,176 (,042)	,443 (,000)	1											
RPL	,306 (,000)	-,032 (,733)	,323 (,000)	,572 (,000)	1										
TURN	,070 (,419)	-,010 (,915)	-,152 (,097)	-,043 (,619)	,032 (,730)	1									
PART	-,110 (,198)	-,205 (,031)	-,034 (,714)	,011 (,897)	,002 (,984)	-,058 (,502)	1								
TAM	,071 (,364)	,270 (,002)	,014 (,870)	,082 (,300)	,088 (,297)	-,069 (,418)	-,137 (,106)	1							
TRANSP	,179 (,035)	,222 (,019)	-,049 (,591)	,076 (,374)	-,001 (,990)	,174 (,041)	-,085 (,319)	,203 (,016)	1						
CPOD	,037 (,637)	,165 (,056)	,246 (,003)	-,032 (,689)	-,003 (,971)	-,023 (,791)	-,089 (,296)	-,063 (,420)	-,013 (,879)	1					
INDCO	,228 (,006)	,187 (,046)	,053 (,551)	-,110 (,196)	,193 (,033)	,128 (,134)	-,020 (,819)	,183 (,028)	,183 (,030)	-,049 (,564)	1				
INDPR	,087 (,303)	,222 (,018)	,074 (,412)	-,111 (,195)	-,048 (,601)	-,051 (,556)	-,015 (,865)	,183 (,029)	,193 (,023)	-,130 (,120)	,529 (,000)	1			
TAMC	,168 (,044)	,065 (,494)	-,036 (,690)	,143 (,092)	,110 (,226)	,054 (,533)	-,004 (,966)	,178 (,033)	,300 (,000)	-,180 (,031)	,340 (,000)	,297 (,000)	1		
CPROD	-,066 (,528)	-,185 (,114)	-,078 (,483)	-,211 (,048)	-,311 (,005)	-,171 (,108)	-,179 (,093)	-,025 (,809)	-,003 (,976)	,074 (,482)	-,004 (,967)	-,013 (,905)	,050 (,635)	1	
CFORN	-,095 (,409)	-,104 (,427)	-,083 (,510)	-,106 (,361)	-,047 (,712)	,162 (,183)	-,157 (,191)	,140 (,222)	-,013 (,917)	,049 (,668)	,028 (,820)	-,145 (,232)	-,080 (,509)	-,001 (,997)	1

Fonte: Dados da pesquisa (2003).

Nota: os dados foram trabalhados no *software* SPSS® 11.0.

*O nível de significância está entre parêntesis.

** Os coeficientes de correlação estatisticamente significativos até o nível de 5% estão em negrito.

*** Número de casos máximo: 160; mínimo: 98

- (b) quanto maior a probabilidade de a empresa ser transparente (TRANSP), maior será o crescimento das vendas líquidas (CRESC), quanto maior a independência do conselho (INDCO) maior o valor de CRESC, o mesmo observou-se com o logaritmo do tamanho do conselho de administração (TAMC), isto é, quanto maior o valor de TAMC, maior o valor de CRESC e, finalmente o tamanho da empresa (TAM) também foi observado como significativamente correlacionado com o valor de CRESC, ou melhor, quanto maior a empresa maior o crescimento das vendas líquidas;
- (c) quanto maior a concentração de produtos (CPROD) pior foi o desempenho do Retorno sobre o Patrimônio Líquido (RPL), isto é, empresas diversificadas

obtiveram desempenho melhor que aquelas que mantiveram a carteira de clientes mais concentrada;

- (d) quanto maior o tamanho da empresa (TAM), maior o retorno sobre o ativo (ROA), ou melhor, empresas grandes tendem a exibir melhor rentabilidade do ativo que as empresas menores;
- (e) quanto maior o tamanho do conselho de administração, maior a Rentabilidade do ativo;
- (f) um detalhe importante a ser registrado é que no período de 1999 a 2001, a variável de controle logaritmo do tamanho da empresa manteve-se correlacionado com pelo menos quatro dos cinco indicadores de desempenho financeiro utilizados

A subseção a seguir apresenta a análise multivariada das variáveis de governança corporativa e estratégia de diversificação contra as variáveis de desempenho financeiro para o ano de 1999.

4.4.2 Análise de regressão múltipla para 1999

Nesta subseção são abordadas as análises de regressão múltipla para a amostra completa, com as variáveis envolvidas neste estudo. As variáveis de desempenho financeiro que obtiveram modelos explicativos estatisticamente significativos em 1999 foram CRES e Q, apesar de nenhum dos modelos alcançar valores expressivos para o R^2 ajustado, o que, como anteriormente argumentado, não diminui a importância do teste, já que o objetivo central da pesquisa é entender as associações entre as variáveis de governança corporativa e estratégia de diversificação (explanatórias) contra as variáveis de desempenho financeiro (dependentes).

O comportamento da variável CRESC, em 1999, foi explicado, com significância estatística, por um modelo. Desse modo, o valor do R^2 obtido pelo modelo explicativo de CRESC foi de 0,159, com estatística Durbin-Watson de 2,117, indicando que 15,9% da variância de CRESC pôde ser entendida a partir das variáveis independentes, como ilustra a tabela 4.63, a seguir.

Tabela 4.63 - Resumo do modelo explicativo do crescimento das vendas para 1999

Modelo	R	R Quadrado	R Quadrado Ajustado	Erro Padrão da Estimativa	Durbin-Watson
1	,421	,177	,159	,351088661	2,117

Fonte: Dados da pesquisa (2003).

Nota: os dados foram trabalhados no *software* SPSS® 11.0.

A partir da observação da tabela 4.64, verifica-se que, no modelo explicativo de CRESC, o qual foi composto pelo termo quadrático do logaritmo natural do tamanho do conselho de administração $(\ln TAMC)^2$, é notado que o do coeficiente de regressão obtido foi positivo, não indicando, de forma significativa, a existência de um tamanho ótimo para o tamanho do conselho. Adicionalmente, Bhagat & Black (2002), encontraram evidências da não relevância da independência do conselho e o desempenho financeiro de longo prazo da firma.

Tabela 4.64 - Coeficientes do modelo explicativo do crescimento das vendas em 1999

Modelo	Variável explanatória	Coeficientes Não padronizados		Coeficientes Padronizados	t	Sig.
		B	Erro Padrão	Beta		
1	$(\ln TAMC)^2$	4,181E-02	,013	,421	3,147	,003

Fonte: Dados da pesquisa (2003).

Nota: os dados foram trabalhados no *software* SPSS® 11.0.

O índice Q de Tobin (Q) obteve um modelo que explicasse seu comportamento, no ano de 1999. Assim como ilustra a tabela 4.65, o modelo que explica o comportamento de Q obteve o valor mais alto para R^2 (0,418) que o obtido pelos modelos explicativos de CRESC ($R^2 = 0,117$), uma outra variável de desempenho financeiro explicada com significância estatística em 1999.

Tabela 4.65 - Resumo do modelo explicativo do índice Q de Tobin em 1999

Modelo	R	R Quadrado	R Quadrado Ajustado	Erro Padrão da Estimativa	Durbin-Watson
1	,646	,418	,400	,508235923	1,957

Fonte: Dados da pesquisa (2003).

Nota: os dados foram trabalhados no *software* SPSS® 11.0.

Dessa forma, 41,8% da variância do valor das empresas nesse ano foi explicada a partir da variável INDPR, observado que o valor da estatística Durbin-Watson (1,957) manteve-se maior que o valor assumido por R^2 . Isso permite assumir a possibilidade da existência de associação entre a independência do presidente do conselho de administração e o valor criado pela empresa, corroborando idéias defendidas na literatura.

Tabela 4.66 - Coeficientes do modelo explicativo do índice Q de Tobin em 1999

Modelo	Variável explanatória	Coeficientes Não padronizados		Coeficientes Padronizados	t	Sig.
		B	Erro Padrão	Beta		
1	INDPR	,567	,117	,646	4,866	,000

Fonte: Dados da pesquisa (2003).

Nota: os dados foram trabalhados no *software* SPSS® 11.0.

Ao se observar os dados da tabela 4.66, nota-se que o sinal INDPR foi positivo, indicado, ao nível de 1% de significância estatística, a relevância da independência do presidente do conselho de administração das empresas que alcançaram os melhores níveis de valor no ano de 1999. Além do crescimento das vendas e do índice Q de Tobin, ROA também obteve modelos estatisticamente significativos para a explicação de seu comportamento. Na tabela 4.67, verifica-se que o valor atingido pelo R^2 foi de 0,12, indicando que somente 12% da variância de ROA pôde ser entendida a partir da independência do presidente do conselho de administração.

Tabela 4.67 - Resumo do modelo explicativo do retorno sobre o ativo em 1999

Modelo	R	R Quadrado	R Quadrado Ajustado	Erro Padrão da Estimativa	Durbin-Watson
1	,346	,120	,100	13,04744	1,970

Fonte: Dados da pesquisa (2003).

Nota: os dados foram trabalhados no *software* SPSS® 11.0.

A exemplo do modelo explicativo do índice Q de Tobin, a variável INDPR apresentou-se significativa para explicar o comportamento do retorno sobre o ativo. Ao nível de 5% de significância estatística, INDPR porém, diferentemente do modelo explicativo de Q, apresentou-se com sinal negativo para o coeficiente de regressão, indicando que as empresas, no ano de 1999, que mantiveram presidentes de conselho isentos de atividades na diretoria executiva, obtiveram resultados menores, em se tratando da rentabilidade do ativo.

Tabela 4.68 - Coeficientes do modelo explicativo do retorno sobre o ativo em 1999

Modelo	Variável explanatória	Coeficientes Não padronizados		Coeficientes Padronizados	t	Sig.
		B	Erro Padrão	Beta		
1	INDPR	-6,525	2,663	-,346	-2,450	,018

Fonte: Dados da pesquisa (2003).

Nota: os dados foram trabalhados no *software* SPSS® 11.0.

4.4.3 A influência do tamanho da empresa nas associações entre as variáveis em 1999

Sob o controle do tamanho das empresas estudadas, aqui são apresentadas as análises de regressão para os dados referentes ao ano de 1999, as quais têm as variáveis de desempenho financeiro como dependentes e as variáveis de governança corporativa e de estratégia de diversificação como variáveis explanatórias. São discutidos inicialmente os modelos obtidos para as empresas *intermediárias*, já que, assim com em 2000, para o conjunto de empresas *menores*, em 1999, não houve nenhum estatisticamente significativo

que explicasse quaisquer umas das variáveis de desempenho financeiro envolvidas no estudo, e, finalmente, analisa-se os modelos explicativos das empresas *maiores*.

Logo após, na seção 4.4, são sumarizados todos os resultados obtidos a partir das análises dos dados relativos às empresas estudadas, no período de 1999 a 2001.

4.4.3.1 Análise de regressão para as empresas *intermediárias* em 1999

As empresas *intermediárias*, em 1999, obtiveram modelos explicativos estatisticamente significativos de seu desempenho financeiro para três das cinco variáveis de desempenho financeiro, excetuando-se dessa forma, MEBIT e RPL. A tabela 4.69 mostra que o valor assumido pelo R^2 para o modelo explanatório de CRESC foi de 0,270, com estatística Durbin-Watson (1,117) maior que tal valor, apoiando a idéia de que não se trata de uma regressão espúria.

Tabela 4.69 - Resumo do modelo explicativo do crescimento das vendas para as empresas *intermediárias* em 1999

Modelo	R	R Quadrado	R Quadrado Ajustado	Erro Padrão da Estimativa	Durbin-Watson
1	,519	,270	,231	,300695723	1,117

Fonte: Dados da pesquisa (2003).

Nota: os dados foram trabalhados no *software* SPSS® 11.0.

A tabela 4.70, que sumariza os coeficientes do modelo explicativo de CRESC para as empresas *intermediárias* em 1999, mostra que a variável CPROD esteve positivamente relacionada ao crescimento das vendas. Ao nível de significância de 5% é possível assumir que as empresas que mantiveram maiores parcelas de suas vendas distribuídas entre os três produtos mais representativos para a receita da empresa, ou seja, as de menor diversificação de produtos, obtiveram maiores valores para o crescimento das vendas. Apoiando o que defendem Palich, Cardinal & Miller (2000) e Rumelt (1974).

Tabela 4.70 - Coeficientes do modelo explicativo do crescimento das vendas para as empresas intermediárias em 1999

Modelo	Variável explanatória	Coeficientes Não padronizados		Coeficientes Padronizados	t	Sig.
		B	Erro Padrão	Beta		
1	CPROD	,201	,076	,519	2,649	,016

Fonte: Dados da pesquisa (2003).

Nota: os dados foram trabalhados no *software* SPSS® 11.0.

Em 1999, as empresas *intermediárias* mostraram valor de mercado tão significativo quanto foi a concentração de poder de voto. Dessa forma, observa-se na tabela 4.71 que mais de 60% da variância do valor de mercado das empresas *intermediárias*, medido pelo Q de Tobin, foram explicados segundo a concentração do poder de voto nos três principais acionistas (CPOD).

Tabela 4.71 - Resumo do modelo explicativo do índice Q de Tobin para as empresas intermediárias em 1999

Modelo	R	R Quadrado	R Quadrado Ajustado	Erro Padrão da Estimativa	Durbin-Watson
1	,775	,601	,575	,329955857	1,522

Fonte: Dados da pesquisa (2003).

Nota: os dados foram trabalhados no *software* SPSS® 11.0.

A tabela 4.72 mostra que as empresas de porte intermediário, no ano 1999, que mantiveram maiores parcelas de suas ações ordinárias distribuídas entre os três principais acionistas, ao nível de 1% de significância estatística, alcançaram maiores níveis de valor.

Tabela 4.72 - Coeficientes do modelo explicativo do índice Q de Tobin para as empresas intermediárias em 1999

Modelo	Variável explanatória	Coeficientes Não padronizados		Coeficientes Padronizados	t	Sig.
		B	Erro Padrão	Beta		
1	CPOD	,485	,102	,775	4,755	,000

Fonte: Dados da pesquisa (2003).

Nota: os dados foram trabalhados no *software* SPSS® 11.0.

Já na tabela 4.73, verifica-se que a variância do retorno sobre o ativo (ROA), para as empresas *intermediárias* em 1999, foi explicado, com significância estatística, por dois modelos.

Tabela 4.73 - Resumos dos modelos explicativos do retorno sobre o ativo para as empresas *intermediárias* em 1999

Modelo	R	R Quadrado	R Quadrado Ajustado	Erro Padrão da Estimativa	Durbin-Watson
1	,441	,195	,152	14,25346	
2	,616	,380	,311	12,85359	2,003

Fonte: Dados da pesquisa (2003).

Nota: os dados foram trabalhados no *software* SPSS® 11.0.

Um deles, o de menor poder de explicação, com coeficiente de correlação, R^2 , como é visto na tabela 4.73, anteriormente apresentada, é composto unicamente pela independência do presidente do conselho de administração (INDPR), onde o coeficiente de regressão, obtido pela variável explanatória assumiu valor NEGATIVO, isto é, a independência do presidente do conselho de administração em relação aos diretores executivos contribuiu negativamente para a rentabilidade da empresa, o que contraria as expectativas de que as empresas que preservam a independência do conselho de administração tendam a alcançar desempenhos otimizados.

Observando-se a tabela 4.74, constata-se que no segundo modelo estatisticamente significativo para explicar o comportamento de ROA, duas variáveis de governança constituíram a equação de regressão, INDPR e CPOD.

Tabela 4.74 - Coeficientes do modelo explicativo do retorno sobre o ativo para as empresas *intermediárias* em 1999

Modelo	Variável explanatória	Coeficientes Não padronizados		Coeficientes Padronizados	t	Sig.
		B	Erro Padrão	Beta		
1	INDPR	-9,660	4,507	-,441	-2,143	,045
2	INDPR	-19,244	5,800	-,879	-3,318	,004
	CPOD	11,628	5,021	,614	2,316	,033

Fonte: Dados da pesquisa (2003).

Nota: os dados foram trabalhados no *software* SPSS® 11.0.

A primeira com sinal do coeficiente de regressão com a variável dependente (ROA) negativo e a segunda com sinal positivo. Tanto um sinal como o outro contrariaram as expectativas criadas a partir da literatura existente acerca do tema, apesar de que é sabido que, de modo geral, nas empresas brasileiras, existe alta concentração da propriedade.

Dessa maneira, a concentração do poder de voto, ao nível de significância de 5%, contribuiu positivamente para a rentabilidade, indicando que as empresas de poder menos concentrado alcançaram menores níveis de desempenho financeiro, quanto este medido pela rentabilidade sobre o ativo. Adicionalmente, a independência do presidente do conselho de administração (INDPR), em média, ao nível de significância de 1%, impactou negativamente a rentabilidade das empresas. Assim, o modelo composto por INDPR e CPOD, explicaram 38% da variância de ROA, ao nível de significância de 5%.

Ademais, assim como argumentam Coles & Hesterly (2000, p. 196), o conselho de administração não deve necessariamente ser independente em sua totalidade, já que os *insiders* possuem certa importância como fonte de informação no processo decisório em estratégia.

De forma complementar, o fato de o presidente do conselho de administração não estar simultaneamente exercendo funções na diretoria executiva, não quer dizer que seja plenamente independente, ou mesmo, como argumentam Dalton et al. (1998, p. 272) “...neither the joint, nor separate, board leadership structure has been strongly supported as enhancing firm financial performance.”. Além disso, Dutra & Saito (2002) registram que os conselhos de administração brasileiros são essencialmente dominados por acionistas, o que, de alguma forma, poderia comprometer a atitude profissional do conselho.

Finalmente, na próxima seção são expostos e discutidos os resultados para as empresas de maior porte, no ano de 1999.

4.4.3.2 Análise de regressão para as empresas *maiores* em 1999

Em 1999, as empresas *maiores* obtiveram explicação estatisticamente significativa de duas das cinco variáveis de desempenho financeiro empregadas neste estudo. Assim, o crescimento das vendas (CRESC) e o índice Q de Tobin (Q), foram explicados por modelos significativos ao nível de significância de 1% e 5%, respectivamente.

Uma variável integra o modelo explicativo de CRESC para as empresas *maiores* em 1999, o qual alcançou um R^2 de 0,459, como pode ser verificado na tabela 4.75.

Tabela 4.75 - Resumo do modelo explicativo do crescimento das vendas para as empresas *maiores* em 1999

Modelo	R	R Quadrado	R Quadrado Ajustado	Erro Padrão da Estimativa	Durbin-Watson
1	,677	,459	,425	,374705755	1,908

Fonte: Dados da pesquisa (2003).

Nota: os dados foram trabalhados no *software* SPSS® 11.0.

Ao nível de 1% de significância estatística, o resultado obtido para o modelo explanatório de CRESC, no âmbito das empresas *maiores* em 1999, o tamanho do conselho de administração mostrou-se correlacionado com o crescimento das vendas. Dessa forma, a tabela 4.76, a seguir, mostra que o sinal do coeficiente de lnTAMC foi positivo, o permite assumir probabilidade da existência de uma relação positiva entre o tamanho do conselho de administração e o desempenho financeiro das empresas de maior porte no ano de 1999.

Tabela 4.76 - Coeficientes do modelo explicativo do crescimento das vendas para as empresas *maiores* em 1999

Modelo	Variável explanatória	Coeficientes Não padronizados		Padrão Erro	Coeficientes Padronizados	t	Sig.
		B			Beta		
1	lnTAMC	,156		,042	,677	3,683	,002

Fonte: Dados da pesquisa (2003).

Nota: os dados foram trabalhados no *software* SPSS® 11.0.

A outra variável de desempenho financeiro das empresas *maiores*, em 1999, que mostrou explicação estatisticamente significativa, Q, obteve três modelos. Assim, o maior valor para o R^2 foi 0,828, que permitiu entender, ao nível de significância estatística de 5% que, aproximadamente 82,8% da variância de Q foi explicada pelas variáveis integrantes do modelo, como pode ser constatado na tabela 4.77, adiante apresentada.

Tabela 4.77 - Resumo do modelo explicativo do índice Q de Tobin para as empresas maiores em 1999

Modelo	R	R Quadrado	R Quadrado Ajustado	Erro Padrão da Estimativa	Durbin-Watson
1	,718	,516	,478	,451893904	
2	,837	,701	,651	,369699404	
3	,910	,828	,780	,293179626	2,797

Fonte: Dados da pesquisa (2003).

Nota: os dados foram trabalhados no *software* SPSS® 11.0.

Três variáveis de governança corporativa, ao nível de significância de 5%, constituíram o modelo explicativo de Q para as empresas *maiores* em 1999. A variável lnTAMC, como ilustra a tabela 4.78, obteve um coeficiente de sinal positivo, indicando que as empresas que mantiveram maiores quantidades de membros no conselho de administração, em média, atingiram maiores valores para Q.

Tabela 4.78 - Coeficientes dos modelos explicativos do índice Q de Tobin para as empresas maiores em 1999

Modelo	Variável explanatória	Coeficientes Não padronizados		Coeficientes Padronizados	t	Sig.
		B	Erro Padrão	Beta		
1	lnTAMC	,205	,055	,718	3,721	,003
2	lnTAMC	,321	,062	1,124	5,178	,000
	PART	-,523	,192	-,591	-2,725	,018
3	lnTAMC	,222	,060	,779	3,700	,004
	PART	-,627	,157	-,708	-4,001	,002
	INDPR	,438	,154	,561	2,843	,016

Fonte: Dados da pesquisa (2003).

Nota: os dados foram trabalhados no *software* SPSS® 11.0.

Também é visto no mesmo modelo que, ao nível de 1% de significância, a participação de diretores executivos nos lucros da empresa (PART) não foi um custo de

agência justificado pelos resultados obtidos pelas empresas *maiores* em 1999, isto é, como um dos custos de agência, PART, foi negativamente correlacionada com o valor de mercado alcançado pelas empresas de maior porte nesse ano. E, finalmente, a independência do presidente do conselho de administração (INDPR), apoiando a expectativa, obteve sinal positivo para o coeficiente de correlação com Q, o que corrobora a idéia de que as empresas que preservam a independência do presidente do conselho de administração aumentam a probabilidade de maximizar o valor da empresa.

4.5 Resumos dos resultados da pesquisa

Nesta seção apresentam-se os resumos dos resultados obtidos pela pesquisa. Em duas subseções, são abordados os resultados das análises bivariada e multivariada, respectivamente.

4.5.1 Resumo da análise bivariada

Preliminarmente, neste capítulo, foram examinados os coeficientes de correlação linear entre as variáveis envolvidas na pesquisa. Como o desempenho financeiro constitui-se na variável dependente, o quadro 4.1 resume os coeficientes de correlação estatisticamente significativos entre as variáveis de governança corporativa e estratégia de diversificação e desempenho financeiro.

Quadro 4.1 - Quadro resumo das correlações significativas entre as variáveis de governança corporativa e estratégia de diversificação com desempenho financeiro de 1999 a 2001

Ano	Variáveis Explanatórias	Variáveis Dependentes				
		CRESC	Q	MEBIT	ROA	RPL
2001	TURN					
	PART					
	TRANSP	(-) **				
	INDCO					(+) **
	INDPR				(+) **	
	TAMC				(+) **	
	CPOD					
	CPROD					
	CFORN	(+) **		(+) *		
	TAM		(+) **			
2000	TURN					
	PART		(-) **			
	TRANSP	(+) *		(+) *		
	INDCO					(+) **
	INDPR					(+) **
	TAMC			(+) **	(+) **	(+) **
	CPOD					
	CPROD	(-) **				
	CFORN					
	TAM	(+) **	(+) **	(+) *	(+) **	
1999	TURN					
	PART		(-) **			
	TRANSP	(+) **	(+) **			
	INDCO	(+) *	(+) **			(+) **
	INDPR		(+) *			
	TAMC	(+) **				
	CPOD			(+) *		
	CPROD				(-) **	(-) *
	CFORN					
	TAM		(+) *			

Fonte: dados da pesquisa (2003).

*Correlação estatisticamente significativa ao nível de 1%.

**Correlação estatisticamente significativa ao nível de 5%.

***O sinal do coeficiente de correlação assumido pelas variáveis está entre parêntesis.

Logo após a discussão dos coeficientes de correlação linear, procedeu-se à análise multivariada do comportamento das variáveis de desempenho financeiro, explicadas pelas variáveis de governança corporativa e de estratégia de diversificação.

4.5.2 Resumo da análise multivariada

Os principais resultados obtidos com relação à significância estatística dos coeficientes de correlação nas regressões com o conjunto de empresas completo estão resumidos no quadro 4.2. O sinal entre parêntesis representa o sinal do coeficiente obtido no modelo, o percentual representa o nível de significância estatística do coeficiente com base na estatística *t*, também consta no resumo.

Quadro 4.2 - Resumo das regressões de 1999 a 2001 sem o controle do tamanho das empresas

Ano	Variáveis explanatórias	Variáveis de desempenho (dependentes)				
		CRESC	Q	MEBIT	ROA	RPL
2001	CFORN	(+)*				
	CPOD		(+)*			
2000	(lnTAMC) ²	(+)*				
	TRANSP		(+)*	(+)*		
1999	INDPR		(+)*		(+)*	
	(lnTAMC) ²	(+)*				

Fonte: Dados da pesquisa (2003).

*Correlação estatisticamente significativa ao nível de 1%.

**Correlação estatisticamente significativa ao nível de 5%.

***O sinal do coeficiente de correlação assumido pela variável explanatória está entre parêntesis.

A partir da observação do quadro 4.2, torna-se evidente a relevância das variáveis de governança corporativa e de estratégia de diversificação para a explicação do comportamento de variáveis de desempenho financeiro. Em se tratando de governança, o o quadrado do logaritmo natural do tamanho do conselho de administração (lnTAMC)², mostrou-se como a variável de relacionamento significativo mais freqüente nos modelos realizados nesta pesquisa. O termo quadrático do modelo, (lnTAMC)², apresentou uma correlação significativamente positiva em todos os modelos nos quais mostrou-se estatisticamente significativa (para explicar CRESC em 2000 e 1999), o que contraria a expectativa de um ponto de máximo para o desempenho financeiro das empresas quando explicado pelo tamanho do conselho de administração.

A *proxy* de transparência das empresas (TRANSP) foi observada em três modelos: (a) explicou, ao nível de significância de 1% o comportamento de Q em 2000; (b) ao nível de 1%, o comportamento de MEBIT em 2000 e; (c) ao nível de 1%, o comportamento de ROA em 1999.

A concentração de poder de voto (CPOD) mostrou-se relevante para explicar o comportamento do valor das empresas em dois dos três anos estudados. Em 2001 e 1999, CPOD obteve sinal POSITIVO para o coeficiente de correlação com Q. Dessa forma, esse resultado contraria a expectativa de que empresas de poder de voto mais difuso obtivessem maiores níveis de valorização de mercado.

Finalmente, a outra variável de governança corporativa que mostrou-se estatisticamente significativa, no modelo proposto, foi a independência do presidente do conselho de administração (INDPR). Porém, contrariando a expectativa, INDPR obteve sinal NEGATIVO quando integrou o modelo explanatório para o retorno sobre o ativo total (ROA) em 1999, indicando que, em média, as empresas que preservaram um presidente independente, segundo a definição operacional utilizada para o desenvolvimento desta pesquisa, mostraram-se menos rentáveis.

A única variável de estratégia de diversificação que apresentou significância estatística foi a diversificação de fornecedores (CFORN), que ao integrar o modelo explicativo de CRESC em 2001, ao nível de significância de 1%.

Em uma parcela considerável dos estudos envolvendo questões relativas à governança corporativa, empregou-se o tamanho da empresa como variável de controle. Adiante, são apresentados os resumos dos resultados obtidos para as empresas, segundo as três classes de tamanho empregadas.

4.5.2.1 Resumo da análise multivariada sob controle do tamanho das empresas

Buscando verificar a forma com a qual o tamanho das empresas poderia influenciar as associações entre as variáveis empregadas neste estudo, foram realizadas, para cada um dos três anos, análises de regressão múltipla para as empresas segundo três classes de tamanho: empresas *menores*, *intermediárias* e *maiores*. O quadro 4.3 resume os coeficientes estatisticamente significativos para explicação das variáveis de desempenho das empresas *menores*, o quadro 4.4 apresenta o resumo dos resultados para as empresas *intermediárias* e, finalmente o quadro 4.5 sumariza os resultados obtidos para as empresas *maiores*.

As empresas menores não obtiveram modelos explanatórios estatisticamente significativos em 2000 e 1999. Dessa forma, em 2001, o crescimento das vendas líquidas (CRESC) foi explicado por três variáveis de governança corporativa, INDCO, CPOD e TURN. Nota-se que os sinais dos coeficientes de correlação das três variáveis integrantes do modelo estão alinhados com a expectativa.

Quadro 4.3 - Resumo das regressões de 1999 a 2001 para as empresas *menores*

Ano	Variáveis explanatórias	Variáveis de desempenho (dependentes)				
		CRESC	Q	MEBIT	ROA	RPL
2001	INDCO	(+)*				
	CPOD	(-)*				
	TURN	(+)*				
2000	Não houve modelos estatisticamente significativos para quaisquer variáveis de desempenho					
1999	Não houve modelos estatisticamente significativos para quaisquer variáveis de desempenho					

Fonte: Dados da pesquisa (2003).

*Correlação estatisticamente significativa ao nível de 1%.

**Correlação estatisticamente significativa ao nível de 5%.

***O sinal do coeficiente de correlação assumido pela variável explanatória está entre parêntesis.

A independência do conselho de administração esteve positivamente correlacionada com o crescimento das vendas líquidas. Assim, empresas que preservaram maiores parcelas de

conselheiros independentes, em média, mostraram maiores níveis de desempenho, segundo suas vendas. A concentração de poder de voto assumiu sinal negativo, indicando empresas de menor porte, com poder de voto mais concentrado exibiram menores níveis de crescimento das vendas. E, finalmente, empresas *menores*, que movimentaram maiores parcelas de sua diretoria executiva, tenderam a exibir maiores níveis de crescimento das vendas.

Ao observar-se o quadro 4.4 torna-se possível verificar que, para o conjunto das empresas *intermediárias*, tanto no ano de 1999, como para 2000, a concentração de produtos (CPROD), esteve positivamente correlacionada como a *proxy* de valor das empresas, o índice Q de Tobin.

Quadro 4.4 - Resumo das Regressões de 1999 a 2001 para as Empresas *Intermediárias*

Ano	Variáveis explanatórias	Variáveis de desempenho (dependentes)				
		CRESC	Q	MEBIT	ROA	RPL
2001	CFORN	(+)*				
	TRANSP	(-)**				
	CPOD		(+)**			
	(lnTAMC) ²					(-)**
2000	CPROD		(+)*			
1999	TRANSP					
	CPROD	(+)**				
	INDPR				(-)*	
	CPOD		(+)*		(+)**	
	TURN					

Fonte: Dados da pesquisa (2003).

*Correlação estatisticamente significativa ao nível de 1%.

**Correlação estatisticamente significativa ao nível de 5%.

***O sinal do coeficiente de correlação assumido pela variável explanatória está entre parêntesis.

Um registro interessante é que, enquanto o desempenho das empresas *menores* e *intermediárias* foi medido com significância estatística pelas variáveis CRESC, ROA e RPL, as empresas *maiores* obtiveram seu desempenho financeiro estimado por meio da explicação do comportamento do índice Q de Tobin (Q) e da mudança no EBIT (MEBIT),

o que pode ser constatado se forem comparados os três quadros que resumem a explicação do comportamento das variáveis de desempenho controladas pelo tamanho das empresas.

Quadro 4.5 - Resumo das regressões de 1999 a 2001 para as empresas maiores

Ano	Variáveis explanatórias	Variáveis de desempenho (dependentes)				
		CRESC	Q	MEBIT	ROA	RPL
2001	TRANSP		(+)*			
2000	TRANSP	(+)*	(+)*			
	CFORN			(+)*		
1999	lnTAMC	(+)*	(+)*			
	PART		(-)**			
	INDPR		(+)**			

Fonte: Dados da pesquisa (2003).

*Correlação estatisticamente significativa ao nível de 1%.

**Correlação estatisticamente significativa ao nível de 5%.

***O sinal do coeficiente de correlação assumido pela variável explanatória está entre parêntesis.

5

Conclusões

O debate acerca do tema governança corporativa no Brasil ainda se encontra em estágio inicial. Dos mecanismos de governança empregados dependem as estratégias utilizadas pelas empresas e, por extensão o desempenho financeiro exibido, isto é, governança corporativa e estratégia são determinantes para o desempenho empresarial. A preocupação com as práticas de governança adotadas pelas empresas brasileiras é crescente, mas ainda insuficiente.

Este trabalho objetivou estudar as associações entre práticas de governança corporativa e estratégia de diversificação com o desempenho financeiro de empresas industriais brasileiras. Sete variáveis de governança e duas de estratégia de diversificação, foram associadas a cinco variáveis de desempenho financeiro.

Uma variável de controle mostrou ser importante para o melhor entendimento das associações entre governança e estratégia com desempenho financeiro. Assim, o tamanho das empresas foi responsável pela melhor adequação dos modelos, notando-se a maximização dos valores encontrados para o coeficiente de correlação estatística, R^2 , quando foram realizados os testes sob o controle dessa variável.

Os resultados evidenciam que as práticas de governança corporativa e as estratégias de diversificação de produtos e de fornecedores, segundo as definições operacionais empregadas, não apresentaram um padrão de relacionamento estatisticamente significativo com o desempenho financeiro das indústrias brasileiras para o período

analisado. Dessa maneira os dados coletados no estudo evidenciaram como principais resultados:

- Contrariamente à crescente importância atribuída às boas práticas de governança corporativa, os dados revelaram que a independência dos membros do conselho, sejam conselheiros ou mesmo presidentes, foi declinante ao longo do período examinado. De forma geral, isto evidencia que as empresas não mantiveram sua preocupação com a isenção de seu conselho administração em relação aos altos executivos, o que segundo a literatura consultada, a CVM e o IBGC é essencial para a boa representação dos interesses dos acionistas junto aos executivos. Essa diminuição da independência do conselho pode ter sido ocasionada pelo aumento da concentração acionária no período examinado, já que foi observada a correlação significativa e negativa entre a concentração acionária e a independência do conselho¹.
- O valor das empresas, medido pelo índice Q de Tobin (Q), esteve positivamente relacionado à concentração de poder de voto (CPOD) em dois dos três anos examinados, o que contraria a expectativa de que empresas de propriedade mais difusa obtivessem maiores valores de mercado.
- A transparência das empresas, corroborando a literatura, apresentou-se em um dos três anos positivamente relacionada com o desempenho financeiro, quando este medido pelo índice Q de Tobin e pela mudança no EBIT.
- Contrariando uma das conclusões às quais chegou Silveira (2002), acerca da relevância dos conselhos de administração para o desempenho financeiro das empresas brasileiras, neste estudo verificou-se a não relevância da composição do

¹ Essa evolução vai de encontro à idéia defendida por Thomsen & Pedersen (1997), de que quanto maior a empresa, maior a separação entre a propriedade e administração. Na medida em que observou-se o crescimento das empresas, esperava-se verificar o aumento da separação entre as atividades de membros do conselho e de altos executivos, típicas das empresas de propriedade pouco concentrada, o que não foi evidenciado pelos dados coletados.

conselho para o desempenho financeiro das empresas ao longo do período examinado, assim, a independência do presidente do conselho de administração e a quantidade de membros do conselho não se apresentaram significativos para o desempenho superior. Este achado pode ser entendido segundo argumentos desenvolvidos por uma parcela de estudos existentes acerca desse tema. Isto é, o custo da manutenção do tamanho, assim como da independência dos conselhos de administração podem não ter sido justificados pelo desempenho financeiro alcançado (BRICKLEY, COLES & JARREL, 1997; BHAGAT & BLACK, 2002); além disso, o fato de um conselheiro não exercer simultaneamente atividades na diretoria executiva da empresa pode não ser um indicador eficiente de sua independência (DALTON et al, 1998; COLES & HESTERLY, 2000), a qual constitui fator essencial para o exercício da monitoração dos executivos, finalidade precípua da existência do conselho de administração. Ressalte-se, porém, o enfoque aqui empregado diferenciado em relação ao estudo de Silveira (2002). Ademais, o período estudado, as características do conjunto de empresas, assim como as variáveis empregadas também são diferentes nas duas pesquisas.

- Entre as variáveis de estratégia de diversificação, somente a concentração de fornecedores (CFORN) apresentou-se estatisticamente significativa, ou seja, os resultados evidenciaram que as empresas com maior concentração de fornecedores alcançaram desempenho superior, quando este medido pelo crescimento das vendas.

5.1 Sugestões para pesquisas futuras

Levando-se em consideração que, apesar de estar sendo motivo de pesquisa atualmente no Brasil, a literatura acadêmica acerca das práticas governança corporativa e suas implicações para as empresas, ainda é pequena a quantidade de estudos realizados na área, constituindo, dessa forma, excelente campo de pesquisa. Diversos são os enfoques que podem ser atribuídos para realização de trabalhos nessa área, algumas sugestões para pesquisas futuras são apresentadas a seguir:

- A elaboração de hipóteses com base nos resultados obtidos e, a partir dessas, a realização de trabalhos com metodologias que conduzam a resultados que possam ser mais passíveis de generalização, já que esta pesquisa foi realizada com um conjunto composto unicamente por empresas do segmento industrial manufatureiro;
- Objetivando aprimorar a análise sobre as associações entre práticas de governança corporativa, estratégica e o desempenho financeiro das empresas, sugere-se incluir outros tipos de empresas e controlar as análises segundo seu segmento de atividade, por exemplo, empresas de base tecnológica;
- Examinar as interações entre composição do conselho de administração e a adoção de estratégias, já que essas últimas são resultado das decisões da alta administração;
- Realização de estudos que examinem os efeitos da diversificação dos negócios da firma sobre a estrutura de capital de empresas brasileiras;
- Verificar a existência de relacionamento entre práticas de governança e estratégias de diversificação.

Referências

AGGARWAL, R.K.;SAMWICK, A.A. **Why Do Managers Diversify Their Firms? Agency Reconsidered**. [S.l., 2003?]. Disponível em:<http://www.afajof.org/Pdf/February_03/Aggarwal.pdf >. Acesso em 15 jan 2003.

ALMEIDA, F.;G., ALMEIDA, L.C.;NESS Jr, W. L. A Governança Corporativa no Setor de Telecomunicações Brasileiro. In SEGUNDO ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, **Anais...** Rio de Janeiro: IBMEC, 2002.

ALVES, R. **Filosofia da Ciência: Introdução ao jogo e suas regras**. 11. ed. São Paulo: Editora Brasiliense, 1988.

BARNEA, A.;HAUGEN, R.;SENBET, L. **Agency Problems and Financial Contracting**, Englewood Cliffs, N.J.: Prentice may, 1985.

BARKER, R.C. Financial Performance Measurement: Not a Total Solution. **Management Decision**, v. 33, n. 2, p. 31-39, 1995.

BARNHART, S.;MARR, W;ROSENSTEIN, S. Firm performance and board composition; some new evidence. **Managerial & Decision Economics**, v. 15, n. 4, p. 239-340, 1994.

BERGER, Philip G.;OFEK, E. Bustup takeovers of value-destroying diversified firms. **Journal of Finance**, n. 4, v. 51, p. 1175-1201, Sep. 1996.

_____. Diversification's Effect on Firm Value. **Journal of Financial Economics**, v. 37, n.1, p. 39-66, 1995.

BERLE, A.;MEANS, G. **The Modern Corporation Private Property**. New York: World Inc, 1932. Apud JENSEN, M. C. & MECKLING, W. Theory of firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, 1976.

BHAGAT, S.;BLACK, B. The Non-Correlation Between Board Independence and Long-Term Firm Performance. **Journal of Corporate Law**, v. 27, p. 231-273, Winter, 2002.

BOVESPA. **Plano Diretor do Mercado de Capitais – Versão 08/05/2002**. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br> >. Acesso em 31 out. 2002.

BRAGA, R.;MARQUES, J.A.V.C. “**Medidas de Avaliação de Empresas: Uma evidência de suas Relevâncias no Caso da Companhia Paranaense de Energia – Copel**” Caderno de Pesquisas em Administração, São Paulo, v. 07, nº 4, outubro/dezembro 2000.

BRASIL, Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: < <http://www.cvm.gov.br> >. Acesso 20 mai. 2002.

BRASIL, Lei n. 10.303, de 31 de outubro de 2001. Altera e acrescenta dispositivos na Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei n. 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: < <http://www.cvm.gov.br> >. Acesso em 20 mai. 2002.

BREDRUP, H. **Background for Performance Management. In ROLSTADAS, A. (editor). Performance Management: a business process benchmarking approach.** London UK: Chapman & Hall, 1995.

BRICKLEY, J. A.;COLES, J. L.;JARREL, G. Leadership structure: separating the CEO and chairman of the board. **Journal of Corporate Finance.** v. 3, p. 189-220. Elsevier Science Ltd. Exeter. England. 1997.

BRUSH, T. H.;BROMILEY, P.;HENDRICKX, M. The relative influence of industry and corporate on business segment performance: An alternative estimate. **Strategic Management Journal**, v. 20, n. 6, p. 519-547, 1999.

CANNELLA Jr, A.A.;MONROE, M.J. Contrasting perspectives on strategic leaders: Toward a more realistic view of top managers. **Journal of Management**, v. 23, n. 3, p. 213-237, 1997.

CARMONA, C. M.;SANTANA A.P.S. Governança Corporativa no Brasil: Um Estudo Empírico da Relação entre a Rotatividade dos executivos e a Performance das Empresas. In CLADEA. **Anais...** Porto Alegre, 2002.

CARVALHOSA, M. **A nova lei das sociedades anônimas.** São Paulo: Editora Paz e Terra, 1976.

CARVALHO, A.G. Governança Corporativa no Brasil em Perspectiva. **Revista de Administração**, São Paulo, v. 37, n. 3, p. 19-32, Jul., 2002.

CASTANHEIRA, J.;ATTUCH, L. A Explosão da dona da Embratel. **Isto é Dinheiro**, n. 253, p. 48-51, 03/07/2002.

CERTO, S.C.;PETER, J.P. **Administração estratégica: planejamento e implementação da estratégia.** Tradução: Flávio Deni Steffen. São Paulo: Makron Books, 1993.

CHANG, Y.;THOMAS, H. The impact of diversification strategy on risk-return performance. **Strategic Management Journal**, v. 10, n. 3, p. 271-285, May/Jun 1989.

CHUNG, K.H.;PRUITT, S.W. A Simple Approximation of Tobin's q. **Financial Management**, v. 23, n. 3, p. 70-74, Aut. 1994.

CLAYTON, M.J.;HARTZELL, J.C.;ROSENBERG, J. **The Impact of CEO Turnover on Firm Volatility**, working paper Disponível em: <<http://papers.ssrn.com/sol3/delivery.cfm/000412302.pdf?abstractid=222788>>. Acesso em 10jan2003.

COFFEE, J. The Future as History: The prospects for Global convergence in Corporate Governance and its implications. **Northwestern University Law Review**, 93, p. 641-708, 1999.

COLES, J.W.;HESTERLY, W. Independence of the Chairman and Board Composition: Firm Choices and Shareholder Value. **Journal of Management**, v. 26, n. 2, p. 195-214, 2000.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Cartilha de Governança Corporativa**. Disponível em: < <http://www.cvm.gov.br> >. Acesso em: 01 set. 2002.

____. **Série Cadernos CVM, O que é a CVM, 2001?**

COOPER, D.R.;SCHINDLER, P.S. **Métodos de Pesquisa em administração**. – Tradução Luciana de Oliveira da Rocha - 7. ed. – Porto Alegre: Bookman, 2003.

COMPARATO, F.K. **O poder de controle na sociedade anônima**. 2. ed. Atualizada. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 1977.

CORE, J.E.;HOLTHAUSEN, R.W.;LARCKER, D.F. Corporate governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance. **Journal of Financial Economics**, v. 51, p. 371-406, 1999.

COUGHLAN, A.;SCHMIDT, R. Executive compensation, managerial turnover, and firm performance: An empirical investigation. **Journal of Accounting & Economics**, 7, p. 43-66, 1985.

DALTON, D.R.;DAILY, C.M.;ELLSTRAND, A.E.;JOHNSON, J.L. Meta-analytic reviews of board composition, leadership structure and financial performance. **Strategic Management Journal**, n. 19, p. 269-290, 1998.

DAMODARAN, A. **Finanças corporativas aplicadas**; tradução de Jorge Ritter. Porto Alegre: Bookman, 2002.

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

DENIS, D.J.;DENIS, D.K.;SARIN, A. Agency Problems, Equity Ownership, and Corporate Diversification. **The Journal of Finance**, v. LII, n.1, p. 135-160, march, 1997.

DESS, G.G.;ROBINSON, R.B.JR. Measuring Organizational Performance in the Absence of Objective Measures: The Case of The Privately-held Firm and Conglomerate Business Unit. **Strategic Management Journal**, v. 5, n. 3, 1984.

DUTRA, M.G.L.;SAITO, R. Conselhos de Administração: análise de sua composição em um conjunto de companhias abertas brasileiras. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 6, n. 2, p. 9-27, Maio/Agosto 2002.

FALCÃO, E. Divulgação em Demonstrações Contábeis de Companhias Abertas. **Revista Brasileira de Contabilidade**, Brasília, n. 96, nov-dez, 1995.

FAMA, E.F.; JENSEN, M. Separation of ownership and control. **Journal of Law and Economics**, v. 26, n. 2, p. 301-326, 1983a.

____. Agency problems and residuals claims. **Journal of Law and Economics**, v. 26, n. 2, p.327-360, 1983b.

FAMÁ, R.;BARROS, L.A.B. **Q de Tobin e Seu Uso em Finanças: Aspectos Metodológicos e Conceituais**. Caderno de Pesquisas em Administração, São Paulo, v. 7, n. 4, out/dez 2000.

FARJOUN, M. The independent and joint effects of the skill and physical bases of relatedness in diversification. **Strategic Management Journal**. v. 19, n. 7, p. 611-630, Jul. 1998.

FISCHMANN, A.;ZILBER, M. Utilização de Indicadores de Desempenho Como Instrumento de Suporte à Gestão Estratégica. In: ENCONTRO NACIONAL DE PROGRAMAS DE PÓS GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO. **Anais**. 1998.

GARVEY, G.;SWAN, P. The Economics of Corporate Governance: Beyond the Marshallian Firm. **Journal of Corporate Finance**, v. 1, 1994.

GHALAYNI, A.M.;NOBLE, J.S. The Changing Basis of Performance Measurement. **International Journal of Operations & Production Management**, v. 16, n. 8, 1996.

GIBBS, P.A. **The role of corporate governance in corporate restructuring**. Thesis (PhD) – Massachusetts Institute of Technology, Sloan School of Management, 1992.

GIL, A.C. **Como elaborar projetos de pesquisa**. São Paulo; Atlas, 1996.

GILSON, R. **Transparency, Corporate Governance and Capital Markets**, Paper apresentado no evento “Latin America Corporate Governance Roundtable”. São Paulo, 2000.

GITMAN, L.J.;MADURA, J. **Administração Financeira: Uma abordagem Gerencial**. tradução Maria Lúcia G.L. Rosa, São Paulo: Addison Wesley, 2003.

GRAY, S. R.;CANNELLA Jr, A.A. The role of risk in the executive compensation. **Journal of Management**, p. 517-540, 1997.

GRANGER, C.W.J.;NEWBOLD, P. Spurious Regressions in Econometrics. **Journal of Econometrics**, v. 2, p. 111-120, 1974

GUL, F.A.;QIU, H. **Legal Protection, corporate Governance and Information Asymmetry in Emerging Financial Markets** working paper disponível em <http://econpapers.hhs.se>, 2001.

GUJARATI, D.N. **Econometria Básica**. Tradução de Ernesto Yoshida. São Paulo: MAKRON Books, 2000.

HAIR, J.F.JR.;ANDERSON, R.E.;TATHAM, R.L.;BLACK, W.C. **Multivariate Data Analysis**, 5th Edition, New Jersey: Prentice Hall, 1998.

HAYASHI, F. Tobin's Marginal q and Average q. **Econometrica**, v. 50, n. 1, Jan. 1982.

HARBOUR, J.L. **The basics of performance measures**. Quality Resources: New York, 1997.

HEALY, P.M.;PALEPU, K.G. Information Asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of empirical disclosure literature. **Journal of Accounting & Economics**, .v. 31, n. 1-3, p. 405-440, Sep. 2001.

HILL, C.W.L.;JONES, G.R. **Strategic Management Theory**, Boston: Houghton Mifflin Company, 1998.

HITT, M.A.;HOSKISSON, R.E.;IRELAND, R.D. **Administração estratégica: competitividade e globalização**; tradução de José Carlos Barbosa dos Santos e Luiz Antonio Pedroso Rafael. – São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2002..

HOLDERNESS, C.G.;KROSZNER, R.S.;SHEEHAN, D.P. Were the good old days that good ? Changes in the managerial stock ownership since the great depression. **Journal of Finance**, v. 54, n. 2, p. 435-470, Apr. 1999.

HOSKISSON, R.E.;HITT, M.A. Antecedents and performance outcomes of diversification: A review and critique of theoretical perspective. **Journal of Management**, n. 16, 1990.

HOSKISSON, R.E.;TURK, T. Corporate restructuring: Governance and control limits of the internal capital market. **Academy of Management Review**. v.15, n. 3, p. 459-477, Jul. 1990.

HOWE, K.M.;VOGT, S.C. On q, **The Financial Review**, v. 31, n. 2, p. 265-286, May 1996.

IUDÍCIBUS, S. **Contabilidade Gerencial**, São Paulo: Atlas, 6. ed., 1998.

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

JENSEN, M. Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. **American Economic Review**, v. 76, p. 323-329, May, 1986.

KALDOR, N. Marginal Productivity and the Macro-Economic Theories of Distributions. **Review of Economic Studies**, Out. 1966.

KAPLAN, R.;NORTON, D. The balanced scorecard – measures that drive performance. **Harvard Business Review**, v. 70, n. 1, p. 71-79, Jan/Fev. 1992

____. **A Estratégia em Ação: Balance Scorecard**. Rio de Janeiro: Campus, 1997.

KAPLAN, S. Top executive rewards and firm performance; A comparison of Japan and the United States. **Journal of Political Economy**, 102, 1994.

____. Top executives, turnover, and firm performance in Germany. **Journal of Law, Economics & Organization**, 10, 1994.

KAPLAN, S.;MINTON, B. Appointments of outsiders to Japanese boards: Determinants and implications for managers. **Journal of Financial Economics**, 36, 1994.

KÊNIA, M. O Fuso Horário dos Balanços. **Isto é Dinheiro**, n. 256, julho, 2002.

KIMURA, H.;LINTZ, A.C.;SUEN, A.S. Uma Contribuição da Teoria de Opções para a Avaliação dos Custos de Agência. **Cadernos de Pesquisa em Administração**, São Paulo, v. 1, n. 6, 1º trim./1998.

KING, R.;LEVINE, R. Finance and growth: Shumpeter might be right. **Quarterly Journal of Economics**, v. 108, n.3, p. 717-738, Ago. 1993.

KOTLER, P. Defining the Limits of Marketing. **Marketing Education and the Real World, Fall Conference Proceedings**, Chicago: AMA, 1972.

KRAUSE, D.R.;SCANNELL, T.V. Supplier Development Practices: Product-and Service-Based Industry Comparisons. **The Journal Supply Chain Management**, May, p. 13-21, 2002.

LA PORTA, R.;LOPEZ-DE-SILANES, F.;SHLEIFER, A.;VISHNY, R. Law and Finance. **Journal of Political Economy**, v. 106, n. 6, p. 1113-1155, Dec., 1998.

____. Agency problems and dividend policies around the world. **The Journal of Finance**, v. 55, p. 1-33, 2000a.

____. Investor Protection and Corporate Governance. **Journal of Financial Economics**, v.58, p. 3-27, October 2000b.

LAKATOS, E.M. **Metodologia do Trabalho Científico: procedimentos básicos, pesquisa bibliográfica, projetos e relatórios, publicações e trabalhos científicos**. 6 ed. Atlas: São Paulo, 2001.

LANG, L.H.P.;STULZ, R.M. Tobin's q, Corporate Diversification and Firm Performance. **Journal of Political Economy**, v. 102, n. 6, p. 1248-1281, Dec. 1994.

LEAL, R.P.;CARVALHAL, A.;ALOY JR. R.;LAPAGESE, G. Estrutura de Controle e Valor de Mercado das Empresas Brasileiras. In 24^o Encontro da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Administração (ANPAD). **Anais...** Curitiba, 2000.

LEMES JÚNIOR, A.B. **Administração Financeira: princípios, fundamentos e práticas brasileiras**. Rio de Janeiro: Campus, 2002.

LETHBRIDGE, E. Governança Corporativa. **Revista do BNDES**, v. 4, Rio de Janeiro, 1997.

LEVINE, R.; ZERVOS S. Stock Markets, Banks and Economic Growth. **American Economic Review**, v. 88, n. 3, p. 537-558, June, 1998.

LINDENBERGER, E.B.;ROSS, S.A. Tobin's Q Ratio and Industrial Organization. **Journal of Business**, v. 54, n.1, p.1, Jan. 1981.

LLOYD, W.P.;JAHERA, J.S.J. Firm-Diversification Effects on Performance as Measured by Tobin's q. **Managerial and Decision Economics**, v. 15, n. 3, May, 1994.

LODI, J.B. **Governança corporativa: o governo da empresa e o conselho de administração**. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

MACEDO-SOARES, T.D.L.A.;RATTON, C.A. Medição de Desempenho e Estratégias Orientadas para o Cliente: Resultados de uma Pesquisa de Empresas Líderes no Brasil. **Revista de Administração de Empresas**. v. 39, n. 4, out/dez 1999.

MALHOTRA, N. **Pesquisa de marketing: uma orientação aplicada**. 3. ed. Porto Alegre: Bookman, 2001.

MARQUES, D.B. **Desempenho Competitivo, Capacidades Diferenciadas e Posicionamento Competitivo na Estrutura da Indústria de Frango de Corte em Pernambuco: um estudo de caso**. Dissertação (Mestrado)-Programa de Pós Graduação em Administração, Universidade Federal de Pernambuco, Recife, 2000.

McCONNELL, J.;SERVAES, H. Additional evidence on equity ownership and corporate value. **Journal of Financial Economics**, 26, 1990.

MCKINSEY & COMPANY, KORN/FERRY INTERNATIONAL. **Panorama de Governança Corporativa no Brasil**. São Paulo, 2001.

MIRANDA, L.C.;AZEVEDO, S.G. Indicadores de Desempenho Gerencial Mais Utilizados Pelos Empresários: Estudos Comparativo Brasil-Portugal. In: ENCONTRO NACIONAL DE PROGRAMAS DE PÓS GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO. **Anais...** 2000.

MITTON, T. A Cross-Firm Analysis of the impact of Corporate Governance on the East Asian Financial Crisis. **Journal of Financial Economics**, n. 2, v. 64, p. 215-241, 2002.

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

MORCK, R.;SHLEIFER, A.;VISHNY, R.W. Management ownership and market valuation: An Empirical analysis. **Journal of Financial Economics**, v. 20, n. 12, p. 293-315, Jan/Mar. 1988.

NELSON, J. **Essays on Corporate Governance**. Arizona: Dissertation Submittes to the Faculty of the Committee On Business Administration from the University of Arizona, 1999.

NETO, R.M.R.;FAMÁ, R. As Perspectivas para o Mercado Brasileiro: A Governança Tem Valor? Porque Migrar para o Novo Mercado. In PRIMEIRO ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS. **Anais...**São Paulo, 2001.

NEUFELD, J.L. **Estatística aplicada à administração usando Excel**. São Paulo: Prentice Hall, 2003.

OPPENHEIM, A.N. **Questionnaire design, interviewiing and attitude measument**. London: Pinter, 1993.

PADOVESE, J. **Contabilidade Gerencial**. São Paulo: Atlas, 1996. .

PALICH, L.E.;CARDINAL, L.B.;MILLER, C.C. Curvilinearity in the diversification-performance linkage: An examination of over three decades of research. **Strategic Management Journal**, v. 21, p. 155-174, 2000.

PERIN, M.G.;SAMPAIO, C.H. Performance Empresarial: uma comparação entre indicadores subjetivos e objetivos. In ENCONTRO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS GRADUAÇÃO EM ADMINSTRAÇÃO. **Anais...** 1999.

PEROBELLI, F.F.C.;FAMÁ, R. Fatores Determinantes da Estrutura de Capital para Empresas Latino-Americanas. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 7, n. 1, Jan/Mar. 09-35, 2003.

PINDYCK, R.;RUBINFELD, D. **Econometric Models and economic Forecasts**. 4 ed. Nova York: Irvin/McGraw-Hill, 1998.

PROCIANOY, J.L. Brazil Company partnership models. **International Review of Financial Analysis**, v. 10, n. 3, p. 307-322, 2001.

RAPPAPORT, A. Selecionando Estratégias que Criam Valor para os Acionistas. In Estratégia, **A Busca da Vantagem Competitiva**. Montgomery, Cynthia A. & PORTER, Michael E. Tradução de Bazán Tecnologia e Linguística. Rio de Janeiro: Campus, 5. ed. 1998.

RICHARDSON, R.J. **Pesquisa Social: métodos e técnicas**. São Paulo: Atlas, 1999.

ROGERS, M. **The Effect of Diversification on Firm Performance**. Disponível em: <<http://wff2.ecom.unimelb.edu.au/iaesrwww/wp/wp2001n02.pdf>>. Acesso em 12 set. 2002.

ROSENAU, J.N.;CZEMPIEL, Ernst-Otto. **Governança sem governo: ordem e transformação na política mundial**. Tradução de Sérgio Bath. – Brasília – DF: Editora Universidade de Brasília, São Paulo, 2000.

ROSS, S.A. **Administração Financeira**. – São Paulo: Atlas, 1995.

RUMELT, R.P. **Strategy, Structure, and Economic Performance**. Unpublished doctoral dissertation, Harvard Business School, 1974.

SCHNORRENBERGER, A.;PROCIANOY, J.L. **A Influência da Estrutura de Controle nas Decisões de Estrutura de Capital das Companhias Brasileiras**. In: SEGUNDO ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro, 2002.

SERVAES, H. The value of diversification during the conglomerate merger wave. **The Journal of Finance**. n. 51, 1996.

SEVERINO, A.J. **Metodologia do trabalho científico**. 21 ed. Ver. E ampl.-São Paulo: Cortez, 2000.

SIDOU, J. M. O. **Dicionário Jurídico**: Academia Brasileira de Letras Jurídicas. – 6 ed. – Rio de Janeiro: Forense Universitária, 2000.

SIFFERT FILHO, N. Governança Corporativa: Padrões Internacionais e Evidências Empíricas no Brasil nos Anos 90. **Revista do BNDES**, n. 9, julho, 1998.

SILVA, M.F.G., **Fronteiras da Nova Economia Institucional** – Relatório Nº 05/1996, Série Relatórios de Pesquisa - FGV, São Paulo, 1996.

SILVEIRA, A. M. **Governança Corporativa, Desempenho e Valor da Empresa no Brasil**. Dissertação de Mestrado, Universidade de São Paulo, out. 2002.

SIQUEIRA, T.V. Concentração da Propriedade nas Empresas Brasileiras de Capital Aberto. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, n.10, dezembro de 1998.

SPSS 11.0, **Guide to Data Analysis**, New Jersey: Prentice Hall, Inc, 2002.

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

STEINER, T. L. A Reexamination of the Relationships Between Ownership Structure, Firm Diversification, and Tobin's Q. **Quarterly Journal of Business and Economics**, Aut, v. 35, n. 4, p. 39-48, 1996.

STULZ, R. M. Managerial discretion and optimal financing policies. **Journal of Financial Economics**, n. 26, p.3-27, 1990.

THOMPSON Jr., A.A. & STRICKLAND III, A. J. **Planejamento Estratégico: elaboração, implementação e execução**. Tradução de Francisco Roque Monteiro Leite. São Paulo: Pioneira, 2000.

THOMSEN, S. & PEDERSEN, T. **European ownership concentration: causes and consequences**. Institute of International Economics and Management/Copenhagen Business School, 1997.

_____. **European ownership concentration: causes and consequences**. In Institute of International Economics and Management/Copenhagen Business School, 1997.

VENKATRAMAN, N. & RAMANUJAM, V. Mensument of Business Economic Performance: an examination of method convergence. **Journal of Management**, v. 13, n.1, 1987.

VIANA, F. Indústria, Tecnologia e Energia In **FHC: A era FHC, Um balanço.**, São Paulo: Cultura Editores Associados, p. 137-178, 2002.

VIEGAS, W. **Fundamentos de metodologia científica**. Brasília: Editora da Universidade de Brasília, 1999.

VOLPIN, P.F. Governance with Poor Investor Protection: Evidence from Top Turnover in Italy. **Journal of Financial Economics**. v. 64. n. 1, 61-90, 2002.

WALD, A. O Governo das Empresas. **Revista do Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem**, n. 15, Jan-Mar 2002.

WALL STREET JOURNAL, Edição 06 de maio de 1997.

WEISBACH, M. S. Outside directors and CEO turnover. **Jounal of Financial Economics**, n. 20, p. 431-460, 1988.

WERNERFELT, B. & MONTGOMERY, C. A. Tobin'q and the importance of Focus in Firm Performance. **American Economic Review**, v. 78, n. 1, Mar, 1988.

WESTON, J. F. & BRIGHAM, E. F. **Fundamentos da Administração Financeira**. 10 ed. São Paulo: Makron Books, 2000.

WILLIAMSON, O.;AOKI, M.; GUSTAFSSON, B. **The firm as a nexus of treaties**. London: Sage Publication, 1990.

WILLIAMSON, O. Corporate finance and corporate governance. In: Williamson, O. E. **The macanism of governance**. New York: Oxford University Press, 1996.

WISEMAN, R. M. & GOMEZ-MEJIA, L. R. A behavioral agency model of managerial risk taking. **Academy of Management Review**, n. 23, p. 133-153, 1998.

XU, X. & WANG, Y. **Ownership structure, Corporate Governance, and firm's performance: The case of Chinese Stock Companies**, May 1997. Disponível em: < <http://www.ssnr.com> >. Acesso em 01 dez. 2002.

ZHAO, H.;LUO, Y. Product Diversification, Ownership structure, and Subsidiary Performance in China's Dynamic Market. **Management International Review**. v. 42, p. 27-48, 2002.

ZINGALES, L. **Corporate Governance**. Cambridge: National Bureau of Economic Research, 1997. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w6309.pdf> >. Acesso em 05 mai 2002.

Relação das Empresas Participantes do Estudo

Nr	Código CVM	Contato da Empresa	Denominação da Empresa	Setor da Economia	Cidade/UF
1	1223	www.avipal.com.br	Avipal S.A.	Alimentos e Bebidas	São Paulo/SP
2	206	55(35)32141700	Café Solúvel Brasília S.A.	Alimentos e Bebidas	Varginha/MG
3	1024	www.chapeco.com.br	Chapecó S.A.	Alimentos e Bebidas	Chapecó/SC
4	290	www.cafepele.com.br	Companhia Cacique Café Solúvel	Alimentos e Bebidas	Londrina/PR
5	333	www.iguacu.com.br	Companhia Iguazu de Café Solúvel	Alimentos e Bebidas	Corn. Procópio/PR
6	1218	www.ctmcitrus.com.br	CTM Citrus S.A.	Alimentos e Bebidas	Limeira/SP
7	657	www.avipal.com.br	Granoleo S.A.	Alimentos e Bebidas	Porto Alegre/RS
8	1231	55(11)2748211	Indústrias JB Duarte S.A.	Alimentos e Bebidas	São Paulo/SP
9	1376	www.minuano.com.br	Minupar S.A.	Alimentos e Bebidas	Lajeado/RS
10	1022	www.vigor.com.br	S.A. Fábrica de Produtos Alimentícios Vigor	Alimentos e Bebidas	São Paulo/SP
11	1884	www.sadia.com.br	Sadia S.A.	Alimentos e Bebidas	Concórdia/SC
12	1819	www.seara.com.br	Seara Alimentos S.A.	Alimentos e Bebidas	Itajai/SC
13	1471	55(24)2554112	Sola S.A. Indústrias Alimentícias	Alimentos e Bebidas	Três Rios/RJ
14	1222	www.cosan.com.br	Usina Costa Pinto	Alimentos e Bebidas	Piracicaba/SP
15	1197	www.azevedotravassos.com.br	Azevedo & Travassos S.A.	Construção	São Paulo/SP
16	1446	www.brazilrealty.com.br	Brazil Realty S.A.	Construção	São Paulo/SP
17	477	www.lix.com.br	Construtora Lix da Cunha S.A.	Construção	São Paulo/SP
18	1303	www.sultepa.com.br	Construtora Sultepa S.A.	Construção	Porto Alegre/RS
19	533	www.ecisa.com.br	Ecisa Engenharia S.A.	Construção	Rio de Janeiro/RJ
20	563	www.engemix.com.br	Engemix S.A.	Construção	São Paulo/SP
21	781	www.joaofortes.com.br	João Fortes Engenharia S.A.	Construção	Rio de Janeiro/RJ
22	478	www.mendesjunior.com.br	Mendes Júnior Engenharia S.A.	Construção	Belo Horizonte/MG
23	1630	www.plano100.com.br	Rossi Residencial S/A	Construção	São Paulo/SP
24	1059	www.sergen.com.br	Sergen S.A.	Construção	Rio de Janeiro/RJ
25	1088	www.sondotecnica.com.br	Sondotécnica Engenharia de Solos S.A.	Construção	Rio de Janeiro/RJ
26	1120	www.tecnosolo.com.br	Tecnosolo Eng. e Tec. de Solos e Mat. S/A	Construção	Rio de Janeiro/RJ
27	1275	www.amelco.com.br	Amelco S.A. Indústria Eletrônica	Eletroeletrônicos	São Paulo/SP
28	197	www.brasmotor.com.br	Brasmotor S.A.	Eletroeletrônicos	São Paulo/SP
29	502	www.dfv.com.br	DF Vasconcelos S.A. Óptica Mecânica de Precisão	Eletroeletrônicos	São Paulo/SP

Nr	Código CVM	Contato da Empresa	Denominação da Empresa	Setor da Economia	Cidade/UF
30	1000	www.electrolux.com.br	Electrolux do Brasil S/A	Eletroeletrônicos	Curitiba/PR
31	681	www.gradiente.com.br	Gradiente Eletrônica S.A.	Eletroeletrônicos	Manaus/AM
32	759	www.inepar.com.br	Inepar S.A. Indústria e Construções	Eletroeletrônicos	Rio de Janeiro/RJ
33	1253	www.itaotec.com.br	Itaotec Informática S.A. Grupo Itaotec	Eletroeletrônicos	Manaus/AM
34	1434	www.multibras.com.br	Multibrás S.A. Eletrodomésticos	Eletroeletrônicos	São Paulo/SP
35	1058	www.semp.com.br	Semp Toshiba S.A.	Eletroeletrônicos	São Paulo/SP
36	1096	www.springer.com.br	Springer S.A.	Eletroeletrônicos	São Paulo/SP
37	1145	www.trafo.com.br	Trafo Equipamentos Elétricos S.A.	Eletroeletrônicos	Gravatai/RS
38	1460	www.cemat.com.br	Centrais Elétricas Matogrossenses S.A.	Energia Elétrica	Cuiabá/MT
39	245	www.cemig.com.br	Companhia Energética de Minas Gerais	Energia Elétrica	Belo Horizonte/MG
40	257	www.cesp.com.br	Companhia Energética de São Paulo	Energia Elétrica	São Paulo/SP
41	382	www.cpfl.com.br	Companhia Paulista de Força e Luz	Energia Elétrica	Campinas/SP
42	1417	www.eletropaulo.com.br	Eletropaulo Metr. Eletr. São Paulo S.A.	Energia Elétrica	São Paulo/SP
43	1699	www.emae.sp.gov.br	Empresa Metropolitana de Águas e Energia S.A.	Energia Elétrica	São Paulo/SP
44	1732	www.gerasul.com.br	Tractebel Energia S.A.	Energia Elétrica	Florianópolis/SC
45	152	www.bardella.com.br	Bardella S.A. Indústrias Mecânicas	Máquinas Industriais	Guarulhos/SP
46	531	www.eberle.com.br	Eberle S.A.	Máquinas Industriais	Porto Alegre/RS
47	1559	www.atlas.com.br	Elevadores Atlas S.A.	Máquinas Industriais	São Paulo/SP
48	555	www.embraco.com.br	Empresa Brasileira de Compressores S.A.	Máquinas Industriais	Joinville/SC
49	751	www.romi.com.br	Indústrias Romi S.A.	Máquinas Industriais	Sta. Bárbara Doest/SP
50	1193	www.iochpe-maxion.com.br	Iochpe-Maxion S.A.	Máquinas Industriais	São Paulo/SP
51	908	55(11)49917372	Nordon Indústrias Metalúrgicas S.A.	Máquinas Industriais	Santo André/SP
52	1466	www.shulz.com.br	Schulz S.A.	Máquinas Industriais	Joinville/SC
53	541	www.weg.com.br	Weg S.A.	Máquinas Industriais	Jaraguá do Sul/SC
54	1355	www.caemi.com.br	Caemi Mineração Metalúrgica S.A.	Mineração	Rio de Janeiro
55	417	www.cvrld.com.br	Companhia Vale do Rio Doce	Mineração	Rio de Janeiro/RJ
56	831	www.magnesita.com.br	Magnesita S.A.	Mineração	Montes Claros/MG
57	293	www.votorantim.com.br	Companhia Cimento Portland Itau	Minerais não Metálicos	Itaú de Minas/MG
58	576	www.eternit.com.br	Eternit S.A.	Minerais não Metálicos	São Paulo/SP
59	904	www.nadir.com.br	Nadir Figueiredo Indústria e Comércio S.A.	Minerais não Metálicos	São Paulo/SP
60	57	www.arthurlange.com.br	Arthur Lange S.A. Indústria e Comércio	Outros	Turuçu/RS

Nr	Código CVM	Contato da Empresa	Denominação da Empresa	Setor da Economia	Cidade/UF
61	1027	www.serrana.com.br	Bunge S.A.	Outros	São Paulo/SP
62	527	www.duratex.com.br	Duratex S.A.	Outros	São Paulo/SP
63	577	www.eucatex.com.br	Eucatex S.A.	Outros	Salto/SP
64	838	www.mahle.com.br	Manasa Madeireira Nacional S.A.	Outros	São Paulo/SP
65	1809	55(51)2876303	Petropar Embalagens	Outros	Horizonte/CE
66	1269	www.sansuy.com.br	Sansuy S.A. Indústria de Plásticos	Outros	Camaçari/BA
67	1047	www.saraiva.com.br	Saraiva Livreros S.A. Editores	Outros	São Paulo/SP
68	405	www.souzacruz.com.br	Souza Cruz S.A.	Outros	Rio de Janeiro/RJ
69	1116	www.technos.com.br	Technos Relógios S.A.	Outros	Rio de Janeiro/RJ
70	1413	www.tectoy.com.br	Tectoy Indústria de Brinquedos S.A.	Outros	Manaus/AM
71	43	www.aracruz.com.br	Aracruz Celulose S.A.	Papel e Celulose	Aracruz/ES
72	1398	www.bahiasul.com.br	Bahil Sul Celulose S.A.	Papel e Celulose	São Paulo/SP
73	406	www.suzano.com.br	Companhia Suzano de Papel e Celulose	Papel e Celulose	São Paulo/SP
74	1493	www.dixietoga.com.br	Dixie Toga S.A.	Papel e Celulose	São Paulo/SP
75	1265	www.klabin.com.br	Klabin Riocell S.A.	Papel e Celulose	São Paulo/SP
76	889	www.monteiroaranha.com.br	Monteiro Aranha S.A.	Papel e Celulose	Rio de Janeiro/RJ
77	1010	www.ripasa.com.br	Ripasa S.A. Celulose e Papel	Papel e Celulose	São Paulo/SP
78	1279	www.votorantim.com.br	Votorantim Celulose e Papel S.A.	Papel e Celulose	São Paulo/SP
79	951	www.petrobras.com.br	Petróleo Brasileiro S.A. - Petrobrás	Petróleo e Gás	Rio de Janeiro/RJ
80	999	www.ipiranga.com.br	Refinaria de Petróleo Ipiranga	Petróleo e Gás	Rio Grande/RS
81	1107	www.sulpepa.com.br	Supergasbrás Indústria e Comércio S.A.	Petróleo e Gás	São Paulo/SP
82	170	www.biobras.com.br	Biobrás S.A.	Química	Montes Claros/MG
83	1219	www.bombriil.com.br	Bombriil S.A.	Química	São Paulo/SP
84	1086	www.cargill.com.br	Cargill Fertilizantes S.A.	Química	São Paulo/SP
85	435	www.ciquine.com.br	Ciquine Companhia Petroquímica	Química	Camaçari/BA
86	1404	www.copesul.com.br	Companhia Petroquímica do Sul	Química	Triunfo/RS
87	536	55(71)6328100	EDN Estireno do Nordeste S.A.	Química	Camaçari/BA
88	594	55(11)36858500	Fertibras S/A Adubos e Inseticidas	Química	Osasco/SP
89	1402	www.ultrafertil.ind.br	Fertilizantes Fosfatados S.A. Fosfértil	Química	Uberaba/MG
90	837	www.serrana.com.br	Manah S.A.	Química	São Paulo/SP
91	1139	www.tibras.com.br	Millennium Inorganic Chemicals do Brasil	Química	Camaçari/BA

Nr	Código CVM	Contato da Empresa	Denominação da Empresa	Setor da Economia	Cidade/UF
92	907	www.nitrocarbono.com.br	Nitrocarbono S.A.	Química	Camaçari/BA
93	1307	www.oxiteno.com.br	Oxiteno S.A. Indústria e Comércio	Química	São Paulo/SP
94	1399	www.petroflex.com.br	Petroflex Indústria e Comércio S.A.	Química	Duque de Caxias/RJ
95	1449	www.pqu.com.br	Petroquímica União S.A.	Química	Santo André/SP
96	963	www.polialden.com.br	Polialden Petroquímica S.A.	Química	Camaçari/BA
97	967	www.polibrasil.com.br	Polipropileno S.A.	Química	Mauá/SP
98	968	www.politeno.com.br	Politeno Industrial S.A.	Química	Camaçari/BA
99	978	www.nitrocarbono.com.br	Pronor Petroquímica S.A.	Química	Camaçari/BA
100	1003	www.rennerherrmann.com	Renner Herrmann S.A.	Química	Porto Alegre/RS
101	491	www.opp.com.br	Trikem S.A.	Química	Camaçari/BA
102	265	www.acesita.com.br	Acesita S/A	Siderurgia & Metalurgia	Belo Horizonte/MG
103	10	55(11)2375731	Aços Villares	Siderurgia & Metalurgia	São Paulo/SP
104	36	www.rossi.com.br	Amadeo Rossi S.A. Metalúrgica e Munições	Siderurgia & Metalurgia	São Leopoldo/RS
105	1331	www.cbc.com.br	Companhia Brasileira de Cartuchos	Siderurgia & Metalurgia	Ribeirão Pires/SP
106	1213	55(32)32393000	Companhia Paraibuna de Metais	Siderurgia & Metalurgia	Juiz de Fora/MG
107	396	www.belgo.com.br	Companhia Siderúrgica Belgo Mineira	Siderurgia & Metalurgia	Belo Horizonte/MG
108	1411	www.cst.com.br	Companhia Siderúrgica de Tubarão	Siderurgia & Metalurgia	Serra/ES
109	403	www.csn.com.br	Companhia Siderúrgica Nacional - CSN	Siderurgia & Metalurgia	Rio de Janeiro
110	1831	www.cosipa.com.br	Companhia Siderúrgica Paulista	Siderurgia & Metalurgia	São Paulo/SP
111	465	www.confab.com.br	Confab Industrial S.A.	Siderurgia & Metalurgia	Scsul/SP
112	538	www.altona.com.br	Electro aço Altona S.A.	Siderurgia & Metalurgia	Blumenau/SC
113	547	www.eluma.com.br	Eluma S.A.	Siderurgia & Metalurgia	Santo André/SP
114	601	www.fibam.com.br	Fibam Companhia Industrial	Siderurgia & Metalurgia	São B. Campo/SP
115	662	www.zivi.com.br/hercules	Hércules S.A. - Fábrica de Talheres	Siderurgia & Metalurgia	Porto Alegre/RS
116	1625	www.latasa.com.br	Latas de Alumínio S.A. - Latasa	Siderurgia & Metalurgia	Rio de Janeiro/RJ
117	864	55(47)4512000	Metalúrgica Duque S.A.	Siderurgia & Metalurgia	Joinville/SC
118	865	www.gerdau.com.br	Metalúrgica Gerdau S.A.	Siderurgia & Metalurgia	Porto Alegre/RS
119	875	www.metisa.com.br	Metisa Metalúrgica Timboense S.A.	Siderurgia & Metalurgia	Timbó/SC
120	1284	www.metalurgicamatarazzo.com.br	Rimet Empreendimentos Industriais e Comerciais S.A.	Siderurgia & Metalurgia	São Paulo/SP
121	1298	55(21)6674596	Sam Indústrias S.A.	Siderurgia & Metalurgia	Nova Iguaçu/RJ
122	1123	www.tekno.com.br	Tekno S.A. Constr. Indústria e Comércio	Siderurgia & Metalurgia	São Paulo/SP

Nr	Código CVM	Contato da Empresa	Denominação da Empresa	Setor da Economia	Cidade/UF
123	1432	www.usiminas.com.br	Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S.A.	Siderurgia & Metalurgia	Belo Horizonte/MG
124	1184	www.zivi.com.br	Zivi S/A Cutelaria	Siderurgia & Metalurgia	Porto Alegre/RS
125	350	www.brasperola.com.br	Braspérola S.A.	Têxtil	São Paulo/SP
126	203	www.buettner.com.br	Buettner S.A.	Têxtil	Brusque/SC
127	210	www.cambuci.com.br	Cambuci S.A.	Têxtil	São Paulo/SP
128	705	www.circulo.com.br	Círculo S.A.	Têxtil	Gaspar/SC
129	307	www.cedro.ind.br	Companhia de Fiação e Tecidos Cedro Cachoeira	Têxtil	Belo Horizonte/MG
130	315	www.coteminas.com.br	Companhia de Tecidos Norte de Minas	Têxtil	Montes Claros/MG
131	408	www.santanense.com.br	Companhia de Tecidos Santanense	Têxtil	Montes Claros/MG
132	1476	www.hering.com.br	Companhia Hering	Têxtil	Blumenau/SC
133	354	www.schlosser.com.br	Companhia Industrial Schlosser S.A.	Têxtil	Brusque/SC
134	466	www.lojasriachuelo.com.br	Confecções Guararapes S.A.	Têxtil	Natal/RN
135	496	www.cremer.com.br	Cremer S.A.	Têxtil	Blumenau/SC
136	520	www.dohler.com.br	Dohler S.A.	Têxtil	Joinville/SC
137	582	www.renaux.com.br	Fábrica de Tecidos Carlos Renaux S.A.	Têxtil	Brusque/SC
138	598	55(31)32982700	Fiação Tecelagem São José S.A.	Têxtil	Belo Horizonte/MG
139	778	55(47)3718955	Jaraguá Fabril S.A.	Têxtil	Jaraguá do Sul/SC
140	414	www.karsten.com.br	Karsten S.A.	Têxtil	Blumenau/SC
141	56	www.artex.com.br	Kuala S.A.	Têxtil	Blumenau/SC
142	848	www.marisol.com.br	Marisol S.A.	Têxtil	Jaraguá do Sul/SC
143	953	www.pettenati.com.br	Pettenati S.A. Indústria Têxtil	Têxtil	Caxias do Sul/RS
144	1451	www.asTêxtil.com.br	Santista Têxtil S.A.	Têxtil	São Paulo/SP
145	1098	www.staroup.com.br	Staroup S.A. Indústria de Roupas	Têxtil	Botucatu/SP
146	1122	www.teka.com.br	Teka Tecelagem Kuehnrich S.A.	Têxtil	Blumenau/SC
147	754	www.Têxtilrenault.com.br	Têxtil Renault S.A.	Têxtil	Brusque/SC
148	599	www.vicunha.com.br	Vicunha Nordeste S.A. - Indústria Têxtil	Têxtil	Fortaleza/CE
149	1176	55(11)45321008	Vulcabrás S.A.	Têxtil	Jundiaí/SP
150	1180	55(11)31454411	Wembley Sociedade Anônima	Têxtil	Belo Horizonte/MG
151	168	www.caloi.com.br	Bicicletas Caloi S.A.	Veículos e peças	São Paulo/SP
152	169	www.monark.com.br	Bicicletas Monark S.A.	Veículos e peças	São Paulo/SP
153	448	www.cofap.com.br	Cofap Companhia Fabricadora de Peças	Veículos e peças	Santo André/SP

Nr	Código CVM	Contato da Empresa	Denominação da Empresa	Setor da Economia	Cidade/UF
154	508	www.mastra.com.br	De Maio Gallo S.A. Ind. Com. Peças para Automóveis	Veículos e peças	Limeira/SP
155	515	www.dhb.com.br	DHB S.A.	Veículos e peças	Porto Alegre/RS
156	550	www.embraer.com.br	Embraer Empresa Brasileira de Aeronáutica S.A.	Veículos e peças	São J. Campos/SP
157	621	www.fras-le.com.br	Fras-le S.A.	Veículos e peças	Caxias do Sul/RS
158	1852	www.mahle.com.br	Mahle Cofap Anéis S.A.	Veículos e peças	Mauá/SP
159	857	www.metalleve.com.br	Mahle Metal Leve S.A.	Veículos e peças	Mogi Guaçu/SP
160	845	www.marcopolo.com.br	Marcopolo S.A.	Veículos e peças	Caxias do Sul/RS
161	1343	www.riosulense.com.br	Metalúrgica Riosulense S.A.	Veículos e peças	Rio do Sul/SC
162	1347	www.plascar.com.br	Plascar S.A.	Veículos e peças	Jundiai/SP
163	1257	www.recrusul.com.br	Recrusul S.A.	Veículos e peças	Sapucaia do Sul/RS
164	1074	www.sifco.com.br	Sifco S.A.	Veículos e peças	Jundiai/SP
165	195	55(11)63317133	SPSCS Industrial S.A.	Veículos e peças	São Paulo/SP
166	634	www.tupy.com.br	Tupy S.A.	Veículos e peças	Joinville/SC
167	1199	www.wetzel.com.br	Wetzel S.A.	Veículos e peças	Joinville/SC
168	1439	www.wiest.com.br	Wiest S.A.	Veículos e peças	Joinville/SC



OFÍCIO/CVM/SOI/GOI-1/Nº 0461 /2002

Rio de Janeiro, 10 de maio de 2002

Prezado Senhor,

Em atendimento a solicitação de V.Sa, encaminhamos junto ao presente 02 CD's gravados com a base de dados completo das Cias. Registradas nesta CVM.

Esclarecemos que em caso de dúvida na leitura dos referidos CD's, V.Sa. entre em contato por telefone com o Suporte de Informática desta Comissão pelos Tels. (0xx21) 3233 8504/8261.

Informamos ainda, que o CD que não foi utilizado, está sendo devolvido.

Atenciosamente

Sheila Cardia de Lima

GERENTE DE ORIENTAÇÃO AOS INVESTIDORES I

Ao Sr.

WESLEY MENDES

Av.: Eng. Abdias de Carvalho, 1678 – Madalena
50720-635 – Recife – PE

SERVIÇO PÚBLICO FEDERAL
CVM - COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS
IAN - INFORMAÇÕES ANUAIS

Data-Base - 31/12/2002

Reapresentação Espontânea

01.01 - IDENTIFICAÇÃO

1 - CÓDIGO CVM 00043-4	2 - DENOMINAÇÃO SOCIAL ARACRUZ CELULOSE SA	3 - CNPJ 42.157.511/0001-61
---------------------------	---	--------------------------------

02.01 - COMPOSIÇÃO ATUAL DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO E DIRETORIA

1 - ITEM	2 - NOME DO ADMINISTRADOR	3 - CPF	4 - DATA DA ELEIÇÃO	5 - PRAZO DO MANDATO	6 - CÓDIGO TIPO DO ADMINISTRADOR *	7 - FUNÇÃO
01	ERLING SVEN LORENTZEN	021.948.307-82	29/04/2003	30/04/2006	2	PRESIDENTE DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO
02	ELIEZER BATISTA DA SILVA	607.460.507-63	29/04/2003	30/04/2006	2	MEMBRO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO
03	HAAKON LORENTZEN	667.258.797-72	29/04/2003	30/04/2006	2	MEMBRO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO
04	CARLOS ALBERTO VIEIRA	000.199.171-04	29/04/2003	30/04/2006	2	MEMBRO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO
05	ACYR FREDERICO H. BAROSSA PINTO DA LUZ	008.145.767-04	29/04/2003	30/04/2006	2	MEMBRO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO
06	ERNAME GALVEAS	007.998.407-00	29/04/2003	30/04/2006	2	MEMBRO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO
07	JOSE ROBERTO ERMIRIO DE MORAES	029.080.178-81	29/04/2003	30/04/2006	2	MEMBRO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO
08	LEON CHANT DAKESSIAN	940.235.908-78	29/04/2003	30/04/2006	2	MEMBRO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO
09	MARCUS OLYNTHO DE CAMARGO ARRUDA	087.020.158-87	29/04/2003	30/04/2006	2	MEMBRO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO
10	SANDRA MEIRA STARLING	132.083.086-87	29/04/2003	30/04/2006	2	MEMBRO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO
11	CARLOS AUGUSTO LIRA AGUIAR	032.209.829-72	26/06/2000	26/06/2003	1	DIRETOR-PRESIDENTE
12	WALTER LIDIO NUNES	151.624.270-04	26/06/2000	26/06/2003	1	DIRETOR
13	JOÃO FELIPE CARSLADE	468.913.667-04	26/06/2000	26/06/2003	1	DIRETOR

* CÓDIGO: 1 - PERTENCE APENAS À DIRETORIA;
2 - PERTENCE APENAS AO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO;
3 - PERTENCE À DIRETORIA E AO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO.

Reapresentação Espontânea

01.01 - IDENTIFICAÇÃO

1 - CÓDIGO CVM 00043-4	2 - DENOMINAÇÃO SOCIAL ARACRUZ CELULOSE SA	3 - CNPJ 42.157.511/0001-61
---------------------------	---	--------------------------------

07.01 - REMUNERAÇÃO E PARTICIPAÇÃO DOS ADMINISTRADORES NO LUCRO

1 - PARTICIPAÇÃO DOS ADMINISTRADORES NO LUCRO	2 - VALOR DA REMUNERAÇÃO GLOBAL DOS ADMINISTRADORES (Reais Mil)	3 - PERIODICIDADE
NÃO	7.149	ANUAL

07.02 - PARTICIPAÇÕES E CONTRIBUIÇÕES NOS TRÊS ÚLTIMOS ANOS

- 1 - DATA FINAL DO ÚLTIMO EXERCÍCIO SOCIAL: 31/12/2002
2 - DATA FINAL DO PENÚLTIMO EXERCÍCIO SOCIAL: 31/12/2001
3 - DATA FINAL DO ANTEPENÚLTIMO EXERCÍCIO SOCIAL: 31/12/2000

4- ITEM	5 - DESCRIÇÃO DAS PARTICIPAÇÕES E CONTRIBUIÇÕES	6 - VALOR DO ÚLTIMO EXERCÍCIO (Reais Mil)	7 - VALOR DO PENÚLTIMO EXERCÍCIO (Reais Mil)	8 - VALOR DO ANTEPENÚLTIMO EXERCÍCIO (Reais Mil)
01	PARTICIPAÇÕES-DEBENTURISTAS	0	0	0
02	PARTICIPAÇÕES-EMPREGADOS	0	0	0
03	PARTICIPAÇÕES-ADMINISTRADORES	0	0	0
04	PARTIC.-PARTES BENEFICIÁRIAS	0	0	0
05	CONTRIBUIÇÕES FDO. ASSISTÊNCIA	0	0	0
06	CONTRIBUIÇÕES FDO. PREVIDÊNCIA	0	0	0
07	OUTRAS CONTRIBUIÇÕES	0	0	0
08	LUCRO LÍQUIDO NO EXERCÍCIO	60.516	199.440	452.858
09	PREJUÍZO LÍQUIDO NO EXERCÍCIO	0	0	0

SERVIÇO PÚBLICO FEDERAL
CVM - COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS
IAN - INFORMAÇÕES ANUAIS

Data-Base - 31/12/2002

Representação Espontânea

01.01 - IDENTIFICAÇÃO

1 - CÓDIGO CVM 00043-4	2 - DENOMINAÇÃO SOCIAL ARACRUZ CELULOSE SA	3 - CNPJ 42.157.511/0001-61
---------------------------	---	--------------------------------

10.01 - PRODUTOS E SERVIÇOS OFERECIDOS

1- ITEM	2 - PRINCIPAIS PRODUTOS E/OU SERVIÇOS	3 - % RECEITA LÍQUIDA
01	CELULOSE BRANQUEADA DE FIBRA CURTA DE EUCALIPTO	100,00

Reapresentação Espontânea

01.01 - IDENTIFICAÇÃO

1 - CÓDIGO CVM 00043-4	2 - DENOMINAÇÃO SOCIAL ARACRUZ CELULOSE SA	3 - CNPJ 42.157.511/0001-61
---------------------------	---	--------------------------------

10.02 - MATÉRIAS PRIMAS E FORNECEDORES

1 - ITEM	2 - MATÉRIA PRIMA	3 - IMPORTAÇÃO	4 - VALOR DA IMPORTAÇÃO (Reais Mil)	5 - DISPONÍVEL MERCADO LOCAL	6 - DISPONÍVEL MERCADO EXTERNO	
7 - NOME DO FORNECEDOR	8 - TIPO DE FORNECEDOR	9 - % DE FORNECIMENTO SOBRE O TOTAL DAS COMPRAS DA CIA.				
01	MADEIRA VERACEL CELULOSE S.A.	NÃO	0	SIM	SIM	29,49
02	CLORATO DE SÓDIO NEXEN QUIMICA BRASIL LTDA	NÃO	0	SIM	SIM	23,78
03	MADEIRA PRODUÇÃO PRÓPRIA	NÃO	0	SIM	SIM	13,52
04	ÓLEO DIESEL COMBUSTÍVEL PETROBRÁS DISTRIBUIDORA S.A	NÃO	0	SIM	SIM	13,03
05	PERÓXIDO DE HIDROGÊNIO BRAGUSSA PRODUTOS QUÍMICOS LTDA	NÃO	0	SIM	SIM	2,82
06	ARAME DE AÇO 3,00 mm BELGO BEKAERT ARAMES S.A	NÃO	0	SIM	SIM	1,79